

Rapport de l'expert indépendant

Sur les émissions proposées dans le cadre du plan révisé de restructuration de SoLocal

Table des matières

1. Présentation de l'opération	3
1.1. Contexte de l'opération	3
1.2. Mission d'expertise indépendante	7
1.3. Diligences effectuées par l'Expert indépendant	8
1.4. Présentation de Solocal Group SA	9
1.4.1. Historique de la société	11
1.4.2. Les activités de SoLocal Group	11
1.4.3. Synthèse des principaux agrégats d'exploitation 2013-2015	13
1.4.4. Eléments relatifs au marché publicitaire et position de SoLocal	15
1.4.5. Forces et faiblesses de la société, Menaces et opportunités sur son marché.....	16
2. La situation financière du Groupe	17
2.1. Analyse des données financières de SoLocal depuis son introduction en bourse	17
2.1.1. Compte de résultat consolidé.....	17
2.1.2. Bilan consolidé.....	18
2.2. Endettement de la société SoLocal : historique et situation actuelle	20
2.2.1. Analyse historique de l'endettement	20
2.2.2. Situation financière du Groupe au 30 septembre 2016	22
3. Présentation des motifs et des termes de l'opération	24
3.1. Motifs de l'opération	24
3.2. Les émissions proposées dans le cadre du plan et leurs principales modalités	24
3.3. L'évolution de la gouvernance	26
4. Les perspectives de SoLocal en cas de non-approbation du plan révisé	27
4.1. Bris de covenant bancaires	27
4.2. Perspectives d'activité du Groupe en l'absence de restructuration financière	27
5. Eléments d'évaluation de SoLocal	28
5.1. Données structurant l'évaluation de SoLocal	28
5.1.1. Référentiel comptable	28
5.1.2. Structure du capital et nombre d'actions.....	28
5.1.3. Endettement net déterminé pour les besoins de l'évaluation	28
5.1.4. Plan d'affaires à moyen terme	29
5.2. Cours de bourse et références de valorisation	31
5.2.1. Analyse du cours de bourse et valorisation induite	31

5.2.2. Analyse du cours cible des analystes financiers	34
5.3. Approche de valorisation en cas d'absence de restructuration financière	34
5.4. Approche de valorisation en cas de restructuration	35
5.4.1. Références de valorisation écartées.....	35
5.4.2. Méthode de valorisation retenue.....	36
5.5. Synthèse des éléments de valorisation	39
6. Analyse des conséquences du plan révisé de Restructuration	40
6.1. Incidence de l'opération sur la structure financière	40
6.1.1. Évolution de la dette brute.....	41
6.1.2. Incidence de l'opération sur les fonds propres.....	43
6.2. Incidence de l'opération du point de vue de l'actionnaire.....	44
6.2.1. Appréciation de l'incidence pour l'actionnaire au regard de sa dilution	44
6.2.2. Appréciation de l'incidence pour l'actionnaire au regard de son retour sur investissement	46
6.3. Incidence de l'opération du point de vue de la situation des créanciers	49
6.3.1. Incidence au regard du pourcentage de détention par les créanciers dans le capital post restructuration.....	49
6.3.2. Incidence au regard de la contre-valeur issue de la conversion des dettes.....	50
6.3.3. Incidence des BSA Créanciers	51
6.3.4. Incidence en matière de gouvernance	51
6.4. Autres éléments d'appréciation.....	52
6.4.1. Le prix de souscription lors de l'augmentation de capital avec maintien du DPS.....	52
6.4.2. Le prix de souscription lors de l'émission des MCB	53
6.4.3. Le prix de souscription des actions nouvelles assorties de BSA	53
7. Conclusion	54
Annexes	56
Annexe 1 : Présentation du Cabinet Didier Kling & Associés et détails de son intervention .	56
Annexe 2 : Présentation des comparables boursiers	59

1. Présentation de l'opération

1.1. Contexte de l'opération

En 2006, la société France Télécom a cédé sa participation de 54 % dans la société Pages Jaunes désormais dénommée SoLocal Group, ci-après « SoLocal » ou « le Groupe ». Cette cession, a été financée majoritairement par endettement : un emprunt bancaire senior moyen terme de 1.950 M€ étant alors souscrit par le Groupe. Cet emprunt remboursable en totalité à l'échéance arrivait à son terme en novembre 2013.

En 2011, la société a refinancé la moitié de sa dette bancaire, dont l'échéance a été portée à septembre 2015. A cette dette bancaire s'ajoutait un emprunt de 350 M€ contracté auprès de la société Pages Jaunes Finance & Co SCA, elle-même étant financée via un emprunt obligataire « high yield », portant intérêt au taux fixe de 8,875 %, remboursable in fine le 1^{er} juin 2018.

Au cours des exercices suivants, SoLocal n'a procédé à aucune distribution de dividende et a tenté de réduire le poids de sa dette. Le 9 avril 2014, sur requête de la société SoLocal, le Tribunal de Commerce de Nanterre a ouvert une procédure de sauvegarde financière accélérée. Les dettes financières de la société s'élevaient à cette date à 2.531 M€.

Le 9 mai 2014, le Tribunal de Commerce de Nanterre a homologué le plan de sauvegarde financière accélérée, permettant notamment une extension de la maturité de la dette bancaire de septembre 2015 à mars 2018, avec une possibilité d'extension (sous condition de refinancement d'au moins 90 % de l'emprunt obligataire avant mars 2018) à mars 2020.

C'est dans ce contexte que l'assemblée générale extraordinaire de SoLocal a approuvé le 29 avril 2014 deux augmentations de capital :

- l'une de 361,6 millions d'euros, avec maintien du droit préférentiel de souscription des anciens actionnaires,
- et l'autre de 78,8 millions d'euros avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit de 4 investisseurs institutionnels.

Ces deux augmentations de capital, soit globalement 440,4 M€, ont été réalisées sur la base d'un prix de souscription identique de 0,5 € par action.

Les fonds ainsi levés ont permis le remboursement partiel anticipé, au pair, de la dette bancaire de SoLocal pour un montant de 400 millions d'euros.

Par la suite, l'état du marché obligataire jusqu'en 2015 n'a pas permis l'allongement de la maturité de la dette du Groupe de 2018 à 2020 tel que prévu en 2014. Au surplus, le Groupe a été confronté à un marché publicitaire en retrait et a subi en 2015, une forte décroissance de son activité « Imprimés et Vocal ». Au 31 décembre 2015 l'endettement net du Groupe demeurait à un niveau élevé, s'établissant à 1.090,5 M€. Le document de référence 2015, déposé le 29 avril 2016 auprès de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « AMF ») indiquait que le covenant de levier financier du Groupe ressortait à cette date à 3,79 fois l'EBITDA consolidé, tel que défini dans le contrat conclu avec les établissements financiers.

Le Groupe soulignait également n'avoir aucune assurance quant à sa capacité à refinancer, dans de bonnes conditions, son échéance de mars 2018, soit 799 M€, et son échéance de juin 2018, soit 350 M€.

Le management a estimé que le niveau d'endettement du Groupe compromettait ses capacités d'investissement, alors même que celui-ci étaient plus que jamais indispensables au vu de la pression concurrentielle qui s'intensifiait.

A la demande de SoLocal, le Tribunal de Commerce de Nanterre a désigné le 22 juin 2016 Maître Frédéric Abitbol en qualité de mandataire ad hoc, avec pour mission de :

- prendre connaissance de la situation juridique, économique et financière de SoLocal Group ;
- l'assister dans ses négociations avec ses créanciers et tout investisseur potentiel afin de faciliter l'émergence de toute solution de nature à assurer la pérennité de l'entreprise ;
- assurer la stricte confidentialité de ces négociations par tout moyen de droit, sous réserve des obligations de communication qui pèsent sur SoLocal Group en sa qualité de société cotée et de ses souhaits en la matière ;
- l'aider à assurer le respect des droits des actionnaires de SoLocal Group et l'assister dans ses négociations avec ces derniers ;
- l'assister dans la signature et/ou la réalisation des actes qui consacreront les solutions adoptées et notamment l'assister le cas échéant dans la modification de son plan de sauvegarde financière accéléré tel qu'arrêté par jugement du Tribunal de Commerce de Nanterre du 9 mai 2014.

Le 28 juillet 2016, Maître Frédéric Abitbol a été remplacé par Maître Hélène Bourbouloux. Sous l'égide de Maître Hélène Bourbouloux, le Groupe a présenté le 1^{er} août 2016 (communiqué de presse du 1^{er} août 2016, complété par un communiqué du 3 août 2016), un projet de restructuration financière dont l'objectif était d'aboutir à une réduction de sa dette des deux tiers (dette de 1.164 M€ ramenée à 400 M€).

Les principales dispositions de ce plan, présenté le 1^{er} août 2016, étaient les suivantes :

- une augmentation du capital, garantie par l'ensemble des créanciers, avec maintien du droit préférentiel de souscription (DPS) des actionnaires, d'un montant de 400 M€, au prix de souscription de 1 € par action ; cette augmentation de capital étant destinée à rembourser une partie de la dette (380 M€) ;
- une augmentation de capital par compensation de créances, réservée à l'ensemble des créanciers ; le montant de cette augmentation de capital réservée (entre 164 M€ et 384 M€), et le prix d'émission des actions souscrites par compensation (entre 2,14 € et 4,73 €), variant en fonction du montant de cash levé auprès des actionnaires ;
- une attribution gratuite de bons de souscription d'actions (BSA) au profit des actionnaires actuels : 1 BSA pour 1 action détenue avant le règlement livraison des actions émises dans le cadre de l'augmentation de capital avec maintien du DPS, permettant de souscrire pendant 24 mois, à un prix d'exercice de 1,5 € par action ;
- une attribution aux créanciers de bons de souscription d'actions (BSA), donnant le droit de souscrire pendant 60 mois à une action nouvelle de SoLocal à un prix d'exercice de 2 € par action.

Dans l'hypothèse où la souscription en numéraire de l'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription aurait été inférieure à 300 M€, une émission au profit des créanciers, de nouvelles obligations remboursables en actions (« mandatory convertible bonds », MCB), ne portant pas intérêt et d'une maturité de 5 ans, à souscrire au pair, par compensation de créances aurait été souscrite. Pour le remboursement desdites MCB en actions, la valeur de l'action SoLocal était fixée à 2 €.

Ce projet de restructuration financière a été modifié le 28 septembre 2016.

Le principal changement du projet du 28 septembre 2016 par rapport au plan de restructuration du 1^{er} août 2016, a consisté à accorder aux actionnaires actuels 1 action gratuite pour 1 action ancienne détenue, et non 1 BSA gratuit pour 1 action tel que prévu dans le plan initial.

Une assemblée générale mixte a été convoquée pour le 19 octobre 2016, en vue de se prononcer sur ce plan à la majorité des deux tiers.

Le 12 octobre 2016, SoLocal a annoncé avoir obtenu l'accord de plus des deux tiers des créanciers sur ce projet de restructuration financière.

Le 19 octobre 2016, SoLocal a pris acte des déclarations par l'association RegroupementPPLocal, du franchissement des seuils de 8%, 9% puis 10% du capital et des droits de vote de la société, reçues respectivement en date des 14 et 17 octobre 2016.

Lors de l'assemblée générale mixte du 19 octobre 2016, les résolutions relatives au projet de restructuration financière n'ont pas recueilli un avis favorable de la part de deux-tiers des actionnaires.

La société SoLocal a annoncé le 21 octobre 2016, que dès lors, elle engageait immédiatement de nouvelles discussions avec ses créanciers et actionnaires pour rechercher au plus vite de nouvelles modalités pour sa restructuration financière.

SoLocal, avec l'implication de son sous-comité financier, élargi aux nouveaux administrateurs élus à la demande des actionnaires individuels, et les créanciers ont repris dès discussion sous l'égide de Maître Hélène Bourbouloux, avec l'objectif d'améliorer les termes du projet de restructuration financière pour les actionnaires et le Groupe.

Le 3 novembre 2016, SoLocal a annoncé qu'un accord avait été trouvé sur un projet de plan révisé de restructuration financière. Ce plan comportait plusieurs améliorations susceptibles de favoriser la souscription à l'augmentation de capital par les actionnaires actuels et l'entrée éventuelle de nouveaux investisseurs :

- Actions gratuites pour les actionnaires actuels :

Le projet de plan révisé prévoit l'attribution aux actionnaires actuels de la société, de 3 actions gratuites pour 2 actions détenues.

- BSA attribués aux créanciers :

Le nombre de BSA attribués aux créanciers serait sensiblement réduit et compris entre 0 et 45 millions de BSA : 45 millions de BSA si le montant levé en espèces dans le cadre de l'augmentation de capital

avec maintien du DPS est égal à zéro, zéro BSA si ce montant est supérieur à 250 M€. Le nombre de BSA diminuant dans cette fourchette de façon linéaire lorsque le montant levé en espèces est compris entre 0 et 250 M€.

- Dette résiduelle :

La société disposera de la faculté de rembourser par anticipation sa nouvelle dette, à tout moment, sans aucune pénalité (une pénalité de 1 % était prévue dans le plan initial).

- Recherche d'investisseurs :

La société a recherché activement de nouveaux investisseurs. Le plan annoncé prévoyait que de nouveaux investisseurs pourraient participer à une augmentation de capital réservée, dans la limite de 35 M€ (prime d'émission incluse). Le prix de souscription des actions dans le cadre de cette augmentation de capital était fixé à 1 € par action.

Le plan est soumis à diverses conditions suspensives, en particulier :

- accord des créanciers pour modifier le plan de sauvegarde ;
- approbation par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de SoLocal Group de l'ensemble des résolutions liées au plan ;
- modification du plan de sauvegarde financière accélérée et homologation par le Tribunal de Commerce de Nanterre ;
- obtention d'une dérogation de la part de l'AMF en faveur des membres des créanciers parties à l'accord avec la société, agissant de concert afin de ne pas avoir à lancer une offre publique en application de l'article 234-9 2° du Règlement Général de l'AMF.

L'association RegroupementPPLocal a indiqué son soutien au nouveau plan.

Le projet de plan révisé a été toutefois aménagé par le Conseil d'administration de SoLocal réuni le 24 novembre 2016. En l'absence d'engagements fermes de souscription de la part d'investisseurs identifiés, le Conseil d'Administration de SoLocal a décidé de ne pas soumettre à la prochaine assemblée le projet de résolution qui aurait permis une émission d'actions réservée à ces investisseurs.

Le plan révisé sera soumis aux créanciers lors d'un comité des créanciers qui se réunira le 30 novembre 2016, et aux actionnaires à l'occasion d'une assemblée générale extraordinaire convoquée pour le 15 décembre 2016.

Compte tenu de l'accord intervenu le 2 novembre 2016 avec trois des principaux créanciers de SoLocal, le Tribunal de Commerce de Nanterre a fixé une nouvelle audience le 16 décembre 2016 pour statuer sur la modification du plan de sauvegarde financière accélérée arrêté en 2014.

A la demande de la société, le Président du Tribunal de Commerce de Nanterre a ouvert une procédure de conciliation. Maître Hélène Bourbouloux a été nommée en qualité de conciliateur pour une durée de quatre mois, éventuellement reconductible pour un mois.

Le 18 novembre 2016, un actionnaire, Monsieur Benjamin Jayet a adressé à la société SoLocal Group un projet de résolutions visant à obtenir une modification du plan révisé négocié avec les créanciers.

La société a également reçu un projet de résolution déposé par la société D&P Finance représentée par Didier Calmels, ainsi que par Gilles Brenier, Christian Louis-Victor, Baudoin de Pimodan et Benoît Marzloff.

Par communiqué du 21 novembre 2016, la société SoLocal Group a indiqué que le calendrier d'examen du projet révisé de restructuration financière était maintenu (réunion du comité des créanciers le 30 novembre 2016 et réunion d'une assemblée générale extraordinaire des actionnaires le 15 décembre 2016, en vue de l'audience du Tribunal de Commerce de Nanterre fixée au 16 décembre 2016).

Dans ce même communiqué, la société a rappelé les conséquences qui pourraient résulter d'une non-adoption du plan révisé de restructuration financière proposé.

Le 23 novembre 2016, la société SoLocal Group a indiqué avoir reçu un courrier des créanciers (fonds gérés ou conseillés par Paulson & Co., Inc., Monarch Alternative Capital (Europe) Ltd et Amber Capital UK Holdings Ltd) ayant donné leur accord sur le plan révisé de restructuration.

Aux termes de ce courrier, les créanciers ont indiqué qu'ils ne soutiendront plus un projet de restructuration qui ne serait pas accepté par les actionnaires.

1.2. Mission d'expertise indépendante

Le Conseil d'administration de la société SoLocal Group s'est réuni le 7 novembre 2016 et a décidé de solliciter l'opinion d'un expert indépendant.

Le cabinet Didier Kling & Associés a ainsi été désigné en qualité d'expert indépendant.

Notre mission consiste à :

- examiner les modalités des différentes émissions prévues dans le cadre du plan révisé de restructuration financière :
 - augmentation de capital avec maintien du DPS
 - augmentation de capital réservée aux créanciers
 - émission de MCB
 - attribution de BSA aux créanciers
- apprécier le caractère équitable des prix de souscription proposés lors de ces émissions, pour l'actionnaire, dans le cadre du projet de restructuration financière visant à la réduction de la dette et au renforcement des fonds propres de la société.

Nous précisons avoir été contactés par le conseil de l'actionnaire ayant adressé un projet de résolutions à la société SoLocal Group, proposant des modifications au plan de restructuration révisé.

Nous n'avons pas examiné l'incidence de ces propositions sur la situation des actionnaires, dès lors que cette analyse n'entraîne pas dans la mission qui nous a été confiée de manière volontaire par la société SoLocal Group.

Nos conclusions sont présentées dans le cadre du présent rapport d'expertise indépendante qui sera intégré dans la note d'opération qui décrira les modalités des opérations ressortant du plan révisé de restructuration financière.

Notre rapport a été établi conformément à l'article 262-1 alinéa 1 du Règlement Général de l'AMF et de son instruction d'application n° 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006 modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010.

Le cabinet Didier KLING & Associés et ses associés ne sont pas en situation de conflit d'intérêt au sens de l'article 261 - 4 du Règlement Général de l'AMF :

- ils n'entretiennent pas de lien juridique ou en capital avec la société SoLocal Group ou ses conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance.
- ils n'ont pas conseillé la société SoLocal Group, ou toutes personnes que cette société contrôle, au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois.
- ils n'ont procédé à aucune évaluation de la société SoLocal Group au cours des dix-huit derniers mois.
- ils ne détiennent aucun intérêt dans la mise en œuvre du plan de restructuration financière proposé, aucune créance ou dette sur l'une quelconque des personnes concernées par l'opération ou sur l'une quelconque des personnes contrôlées par les personnes concernées par le plan proposé.

Le cabinet Didier Kling & Associés exerce les fonctions de commissaire aux comptes dans certaines entités appartenant au Groupe Edmond de Rothschild France. Il est notamment co-commissaires aux comptes de la société de gestion Edmond de Rothschild AM. Nous avons identifié un FCP et une SICAV gérés par cette société, dont nous sommes également commissaires aux comptes, qui détiennent des actions SoLocal. Les honoraires annuels perçus au titre de nos mandats de commissaire aux comptes dans ces deux entités sont non significatifs en soi et par rapport aux honoraires annuels de notre cabinet. Au regard de ces éléments, l'exercice de ces mandats de commissaire aux comptes n'apparaît pas de nature à remettre en cause l'indépendance du cabinet Didier Kling & Associés et de ses associés, au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF.

Enfin, nous attestons de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connus de nous-mêmes avec les personnes concernées par le plan, et leurs conseils, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement dans le cadre de notre mission.

1.3. Diligences effectuées par l'Expert indépendant

Notre mission s'est déroulée du 8 novembre 2016 au 30 novembre 2016.

Nos travaux ont principalement consisté à :

- Prendre connaissance du contexte général des opérations de restructuration financière envisagées ;
- Analyser les données financières historiques de SoLocal et ses perspectives, sur la base de la documentation mise à notre disposition et au travers d'entretiens avec les responsables de la société ;
- Mettre en œuvre une approche multicritères de valorisation de la société SoLocal Group ;
- Examiner le projet de note d'opération établi par le Groupe à l'occasion de l'opération, visant à la réduction de la dette et au renforcement des fonds propres de SoLocal ;

- Procéder à une analyse de l'impact de l'opération, sur la structure financière de la société ;
- Apprécier l'équité des modalités de l'opération pour les actionnaires de la société.

Dans le cadre de nos diligences nous avons procédé à différentes réunions avec les responsables du Groupe, et ses conseils. Nous avons également rendu compte de nos travaux au Conseil d'administration de SoLocal lors de sa séance tenue le 24 novembre 2016.

Nous avons également rencontré Maître Hélène Bourbouloux, en sa qualité de mandataire ad'hoc de la société SoLocal group, ainsi que messieurs Robert de Metz, Président et Jean-Pierre Rémy, Directeur Général.

Nous avons pris connaissance du business plan 2016-2019 établi par le management de la société et examiné les principales hypothèses qui sous-tendent ces prévisions, afin d'en apprécier la cohérence.

Nos travaux ont été effectués à partir de la documentation financière et juridique intéressant SoLocal qui a été mise à notre disposition par le Groupe et qui sont résumés en Annexe 1.

Nous rappelons que le Conseil d'administration de SoLocal Group avait désigné de manière volontaire, le cabinet Finexsi en qualité d'expert indépendant, pour établir un rapport destiné à apporter aux actionnaires de la société, une information aussi complète que possible, avant l'assemblée générale mixte de SoLocal Group convoquée pour le 19 octobre 2016, en vue de se prononcer sur le projet de plan de restructuration de la dette financière du 28 septembre 2016. La société Finexsi a établi un rapport d'expert indépendant, le 5 octobre 2016 (disponible sur le site internet du Groupe). En accord avec SoLocal, nous avons rencontré l'équipe du cabinet Finexsi ayant participé à la mission d'expertise indépendante, afin de faciliter nos travaux de prise de connaissance.

Dans le cadre de nos approches de valorisation de l'action SoLocal, selon des méthodes intrinsèques et analogiques, nous avons utilisé des données publiques (sites internet, publications) et les bases de données financières Bloomberg, Epsilon Research et ID MidCaps.

Nos travaux n'avaient pas pour objet de délivrer une opinion sur les prévisions de la société SoLocal. Ils n'avaient pas non plus pour objet d'apprécier l'opportunité de l'opération. Le présent rapport est exclusivement destiné à présenter aux actionnaires notre opinion sur les modalités de l'opération et notre avis sur son équité, d'un point de vue financier.

1.4. Présentation de Solocal Group SA

SoLocal Group SA est une société anonyme à Conseil d'administration, au capital de 233.259.384 € divisé en 38.876.564 actions de 6 € de nominal chacune. Son siège social est situé 204, Rond-Point du Pont de Sèvres - 92 649 Boulogne-Billancourt. Elle est immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 552 028 425.

La répartition du capital de SoLocal au 10 novembre 2016 était la suivante :

Actionnaires	Nombre d'actions	en %	Droits de vote	en %
Edmond de Rothschild Asset Management	2 347 974	6,0%	2 347 974	6,0%
DNCA Investments	1 960 333	5,0%	1 960 333	5,0%
Public	34 294 358	88,2%	34 341 583	88,3%
Salariés de Solocal Group	220 328	0,6%	220 328	0,6%
Capital auto-détenu	53 571	0,1%	-	0,0%
Total	38 876 564	100,0%	38 870 218	100,0%

Source : Société SoLocal

Sur la base des informations communiquées par SoLocal et des informations publiques, on observe les évolutions actionnariales suivantes depuis le 8 août 2016 :

- le 7 septembre 2016, Aleph Holding Limited II Sarl a déclaré à la société un franchissement de seuil à la baisse le seuil statutaire des 2,0 % du capital de SoLocal Group au 1^{er} septembre 2016;
- le 19 septembre 2016, Aleph Holding Limited II Sarl a déclaré à la société un franchissement de seuil à la baisse le seuil statutaire de 1,0 % du capital de SoLocal Group au 14 septembre 2016;
- le 23 septembre 2016, Benjamin Jayet, de concert avec la société BJ Invest, a déclaré détenir 1.764.476 actions de la société représentant 4,54% du capital ;
- le 27 septembre 2016, la société Credit Suisse Group AG a déclaré détenir 776.521 actions représentant 1,99 % du capital ;
- le 4 octobre 2016, la société DNCA Investments a déclaré détenir 1.960.333 actions et avoir franchi à la baisse de manière passive le seuil de 5 % des droits de vote de la société ;
- le 5 octobre 2016, Benjamin Jayet, la société BJ Invest, Philippe Besnard et la société Pentagram Media ont déclaré détenir 2.755.513 actions représentant 7,0879 % du capital et 6,9785 % des droits de vote de la société. Ce franchissement de seuils résulte d'une acquisition d'actions sur le marché, de la conclusion de contrats de prêt de titres portant sur 1.336.767 actions, et de la conclusion d'un pacte d'actionnaires constitutif d'une action de concert entre MM. Benjamin Jayet et Philippe Besnard ;
- le 7 octobre 2016, l'association RegroupementPPLocal a déclaré, en vertu de procurations obtenues, détenir 2.047.763 actions représentant 5,27 % du capital et 5,19 % des droits de vote de la société ;
- le 7 octobre 2016, Family office Amar a déclaré à la société détenir 917.975 actions de la société, représentant 2,36 % du capital de la société ;
- le 14 octobre 2016, l'association RegroupementPPLocal a déclaré à la société avoir franchi, en vertu de procurations obtenues, les seuils de 6 % et 7 % du capital et des droits de vote de la société ;
- le 18 octobre 2016, l'association RegroupementPPLocal a déclaré avoir franchi en hausse, le 17 octobre 2016, en vertu de procurations obtenues en vue de l'assemblée générale des actionnaires de la société du 19 octobre 2016 pour lesquelles le déclarant peut exercer les droits de vote librement en l'absence d'instructions spécifiques des actionnaires concernés, les seuils de 10 % du capital et des droits de vote de la Société et détenir 4.108.984 actions de la société représentant autant de droits de vote, soit 10,57 % du capital et 10,56 % des droits de vote de la société ;
- le 24 octobre 2016, l'association RegroupementPPLocal a déclaré avoir franchi en baisse, le 20 octobre 2016, par suite de l'expiration de procurations reçues d'actionnaires de la société après l'assemblée générale des actionnaires qui s'est tenue le 19 octobre 2016, les seuils de 10 % et

5 % du capital et des droits de vote de la société et détenir 50 actions de la société représentant autant de droits de vote.

1.4.1. Historique de la société

Solocal Group, anciennement dénommé ODA, avait pour activité initiale la vente d'espaces publicitaires dans la presse écrite pour le compte de l'agence de publicité HAVAS.

En 1946, le Ministère des PTT, lui a attribué la régie publicitaire des annuaires français.

En 1998, France TELECOM a acquis la participation d'HAVAS dans le capital d'ODA, qui devint en 2000, la société PagesJaunes.

La société a été introduite en Bourse sur l'Eurolist d'Euronext Paris le 8 juillet 2004.

En 2006, la société France TELECOM a vendu à KKR/Goldman Sachs, les 54 % qu'elle détenait dans le capital du Groupe PagesJaunes.

Comme l'ensemble des acteurs du secteur, le Groupe PagesJaunes a été confronté à l'effondrement de son activité historique de distribution d'annuaires, mais a entrepris une transformation profonde et un développement important dans le domaine digital.

Il s'affiche en 2009 comme le premier créateur de sites internet en France et lance alors le Pack Visibilité Internet à destination des entreprises. PagesJaunes est le premier éditeur français à dépasser, en 2009, le million de téléchargements sur iPhone.

Les années 2010 à 2013, verront le lancement du site 123people, site de recherche en temps réel de personnes sur internet, les acquisitions des sites : Keltravo, Embauche.com, AvendreAlouer, Chrono resto. En 2013, PagesJaunes Group a pris la dénomination de SoLocal Group et a présenté en février 2013 un programme « *Digital 2015* », visant à accélérer la transformation de la société pour capter les leviers de croissance du marché digital.

1.4.2. Les activités de SoLocal Group

SoLocal group est le leader européen de la communication digitale locale. Son activité recouvre deux domaines : « *Internet* » (73 % de son chiffre d'affaires 2015) et « *Imprimés et Vocal* » (26 % de son chiffre d'affaires 2015).

⇒ **Activité Internet**

Cette activité recouvre deux segments le « *Search local* » et le « marketing digital ».

Search local

L'activité « *Search local* » développée par SoLocal consiste à offrir aux entreprises des solutions diverses pour accroître leur visibilité :

- Display ou affichage publicitaire ;

- Référencement ;
- Classement ;
- Contenu informatif ;
- Fonctionnalités transactionnelles.

Cette activité repose sur le volume et la qualité de l'audience de sites propres (PagesJaunes, Mappy, AvendreAlouer) et de partenariats avec les grands acteurs internet (Google, Bing, Apple, Facebook). En 2015, le Groupe a enregistré 2,23 milliards de visites sur ses sites.

Le chiffre d'affaires de l'activité « *Search local* » s'est élevé à 496 M€, représentant 78 % du chiffre d'affaires « *Internet* » total en 2015. Cette activité dégage un taux de marge d'EBITDA de 39 % et s'avère ainsi très rentable pour le Groupe.

Marketing digital

L'activité marketing digital vise à permettre à des professionnels de se mettre en valeur auprès des consommateurs. Les technologies utilisées recouvrent :

- une offre site : service clés en main de création, hébergement et référencement ;
- une offre programmatique : ciblage à partir de données sur les intentions d'achat des internautes ;
- une offre services transactionnels : possibilité pour les consommateurs de prendre rendez-vous ou d'acheter dans la continuité de la consultation de sites (PagesJaunes Doc, AvendreAlouer, PagesJaunes Resto, ...).

Cette activité a généré un chiffre d'affaires de 144 M€ en 2015, soit 22 % du chiffre d'affaires « *Internet* » du Groupe.

⇒ Activité Imprimés et Vocal

Cette activité recouvre le domaine historique de la société.

Activité Imprimés

SoLocal a développé son activité traditionnelle de publication, distribution et ventes d'annuaires. L'édition 2015 comprend 239 annuaires différents, dont la parution est échelonnée tout au long de l'année. La société peut se prévaloir en 2015, de 672 millions de consultations des annuaires imprimés. Depuis 2013, cette activité est exclusivement réalisée sur le territoire français.

Activité Vocal

Ce secteur d'activité recouvre les renseignements téléphoniques (118 008), l'annuaire inversé (QuiDonc) et une activité de marketing direct (télémarketing, saisie d'entrées et expédition de publipostages). Ce secteur « *Imprimés et Vocal* », cœur de métier historique du Groupe est en décroissance constante depuis plusieurs années. En 2010 il représentait environ la moitié du chiffre d'affaires du Groupe. En 2015 le chiffre d'affaires « *Imprimés et Vocal* » s'élève à 232 M€, ne représentant plus que 26 % du chiffre d'affaires consolidé de SoLocal. Cette décroissance avait été largement anticipée par la société, qui en février 2013, indiquait lors de la présentation de son

programme « *Digital 2015* » que l'activité digitale représenterait en 2015, 75 % de son chiffre d'affaires global.

1.4.3. Synthèse des principaux agrégats d'exploitation 2013-2015

Nous présentons ci-après les principales informations financières consolidées figurant dans le document de référence 2015 de SoLocal Group, sur la période 2013-2015.

SoLocal - Données consolidés [m€]	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013
Chiffre d'affaires	878	936	999
EBITDA récurrent ⁽²⁾ [ou MBO ⁽¹⁾ pour 2013]	261	301	424
Marge d'EBITDA	30%	32%	42%
Résultat d'exploitation	143	214	329
Résultat net	27	59	115
Capitaux propres part du groupe	- 1 328	- 1 369	- 1 867
Endettement net	- 1 091	- 1 136	- 1 580

⁽¹⁾ MBO : Marge Brute Opérationnelle - Chiffre d'affaires diminué des achats externes, des charges opérationnelles (nettes des produits opérationnels) et des salaires et charges. Les salaires et charges présentés dans la marge brute opérationnelle ne tiennent pas compte de la participation des salariés et des charges de rémunération en actions.

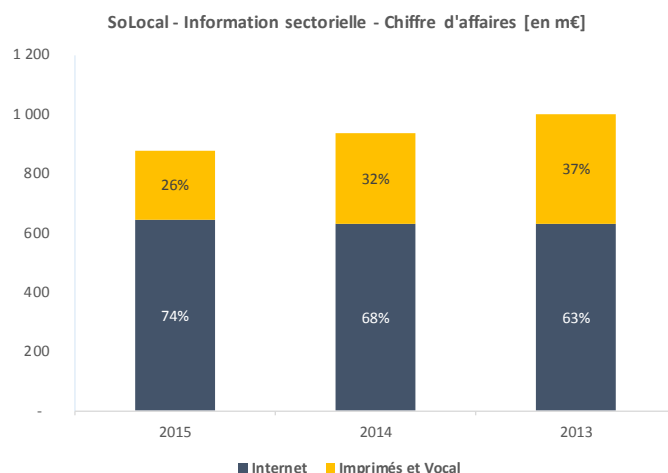
⁽²⁾ EBITDA récurrent : EBITDA hors éléments exceptionnels. L'EBITDA correspond au chiffre d'affaires après déduction des charges externes, des salaires et charges sociales (participation des salariés et rémunération en actions comprises) et des coûts de restructuration et d'intégration.

Source : Document de référence 2015.

Les agrégats reproduits ci-dessus font apparaître :

- une baisse de chiffre d'affaires continue sur la période ;
- une marge d'EBITDA en forte décroissante entre 2013 et 2015 ;
- un poids relatif des charges financières brutes (essentiellement constituées des intérêts sur dettes financières) rapportées à la marge d'EBITDA qui demeure à un niveau élevé (entre 30 et 33 %) sur la période 2014-2015.

Comme indiqué précédemment, SoLocal Group poursuit sa mutation stratégique. Les agrégats attachés aux deux secteurs d'activité de la société, « *Internet* » et « *Imprimés et Vocal* » ont ainsi évolué de manière divergente. Nous présentons ci-dessous l'évolution du chiffre d'affaires et l'évolution de la marge d'EBITDA de chacune de ces deux activités.

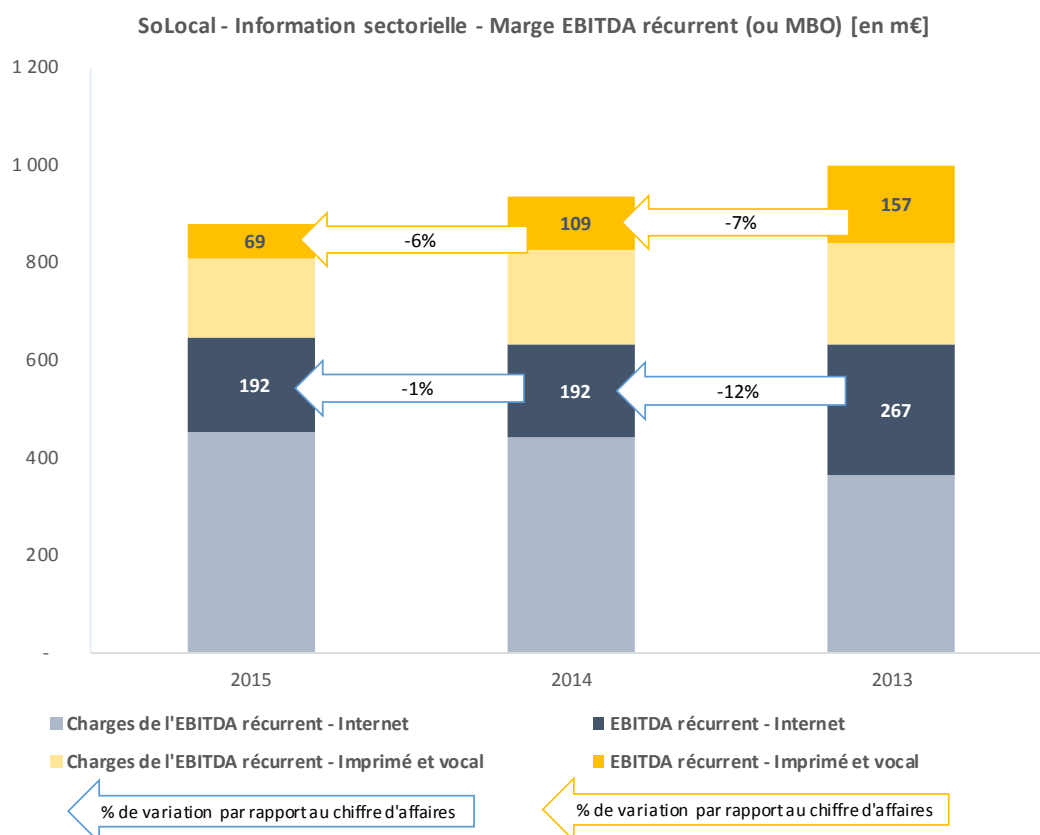


Source : Document de référence 2015.

L'activité « *Imprimés et Vocal* » représentait en 2013 un chiffre d'affaires de 366 M€, soit 37 % du chiffre d'affaires consolidé du Groupe s'élevant à 999 M€. En 2015, elle ne représentait plus que 233 M€ soit 26 % du chiffre d'affaires total.

Sur la même période, l'activité « *Internet* » a légèrement progressé passant de 633 M€ à 646 M€. Cette croissance n'a pas permis de combler la diminution de CA de 134 M€ sur la période 2013-2015 de l'activité « *Imprimés et Vocal* ».

Nous présentons ci-dessous un graphique permettant d'observer l'évolution de la rentabilité de chacune de ces deux activités.



Source : Document de référence 2015.

Le Groupe subit depuis 2013 une détérioration significative, en valeur absolue, de sa marge totale, liée à la baisse de son chiffre d'affaires et également de son taux de marge global qui en l'espace de deux ans est passé de 42 % à 30 %.

Le taux de marge d'EBIDTA de l'activité historique du Groupe (« *Imprimés et Vocal* ») demeurait plus élevé que celui de l'activité « *Internet* » jusqu'en 2014. En 2015 les deux activités ont dégagé un taux de marge identique de 30 %.

1.4.4. Éléments relatifs au marché publicitaire et position de SoLocal

Le plan du management « *Conquérir 2018* » présente de manière synthétique la structure du marché publicitaire en France.

Ce marché de 34 milliards d'euros est encore largement dominé par la publicité traditionnelle qui représente près de 80 % en 2015. Le marketing digital et la publicité digitale (Segment « *Internet* ») représentent respectivement 12 % et 8 % du marché global.

Les perspectives de croissance du digital en France, dans la publicité locale, sont très favorables, au vu du développement observé dans d'autres pays occidentaux. À titre d'exemple, la part du digital dans la publicité locale représente 43 % aux États-Unis, et 40 % au Royaume Uni.

En matière de revenus générés par l'activité Publicité digitale, SoLocal se situe en France en seconde position derrière Google.

L'activité publicité traditionnelle est en décroissance régulière au profit du digital. Le secteur le plus affecté étant l'activité publicité « *Imprimés et Vocal* ».

1.4.5. Forces et faiblesses de la société, Menaces et opportunités sur son marché

La matrice SWOT (Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats) présente ci-après les forces et faiblesses, ainsi que les opportunités et menaces qui peuvent être identifiées au regard des caractéristiques propres au Groupe SoLocal et de son environnement.



Le Groupe est confronté à des défis importants pour assurer sa pérennité.

Tout en confortant sa place de leader sur le marché de la publicité locale internet en France, il lui faut conquérir de nouveaux marchés à l'international, en préservant son niveau de marge actuel, afin de pallier la baisse de son activité historique « *Imprimés et Vocal* ».

La conquête de nouveaux clients à l'international, l'adaptation des outils et plateformes de SoLocal nécessitent des investissements opérationnels et stratégiques qui paraissent peu compatibles avec la situation financière actuelle du Groupe, dont l'endettement net au 30 septembre 2016 représentait plus de 3 fois l'EBITDA consolidé, tel que défini dans le contrat avec les établissements financiers.

2. La situation financière du Groupe

2.1. Analyse des données financières de SoLocal depuis son introduction en bourse

Nous présentons dans les paragraphes qui suivent l'évolution du résultat consolidé, des principaux agrégats actifs et passifs et de l'endettement de la société depuis 2004, année de cotation de la société sur Eurolist d'Euronext Paris.

2.1.1. Compte de résultat consolidé

Le tableau ci-dessous reprend les principaux agrégats consolidés ressortant du compte de résultat consolidé du Groupe SoLocal sur la période 2004-2015 :

SoLocal - Comptes consolidés historiques

[en m€]	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014 ^(a)	2015
CA Internet				380	471	502	538	575	623	633	633	646
% de variation					24%	7%	7%	7%	8%	2%	0%	2%
CA Imprimés et Vocal				779	721	662	588	527	443	366	304	232
% de variation					-7%	-8%	-11%	-10%	-16%	-17%	-17%	-24%
Chiffre d'affaires	967	1 061	1 093	1 159	1 192	1 164	1 126	1 102	1 066	999	937	878
% de variation		10%	3%	6%	3%	-2%	-3%	-2%	-3%	-6%	-6%	-6%
EBITDA récurrent Internet ⁽⁴⁾							250	258	270	267	192	192
% CA Internet							46%	45%	43%	42%	30%	30%
EBITDA récurrent Imprimés et Vocal ⁽⁴⁾							268	236	195	157	109	69
% CA Imprimés et Vocal							46%	45%	44%	43%	36%	30%
EBITDA récurrent ⁽²⁾ [ou MBO ⁽³⁾]	407	463	484	509	552	529	518	494	465	424	301	261
% du Chiffre d'affaires	42%	44%	44%	44%	46%	45%	46%	45%	44%	42%	32%	30%
EBITDA											267	211
EBIT	343	399	449	489	443	487	482	449	408	329	214	143
% du Chiffre d'affaires	35%	38%	41%	42%	37%	42%	43%	41%	38%	33%	23%	16%
Charges financières brutes	0	5	14	131	138	91	100	129	141	135	100	86
dont intérêts de la dette	-	-	12	14	124	52	49	83	91	88	71	65
Coûts de restructuration	-	0	0	-	3	4	-	1	-	28	24	49
Résultat net (pdg)	214	262	297	270	177	274	245	197	159	115	59	27
CAPEX	8	12	31	16	12	26	43	44	43	55	70	76
Intérêts de la dette / EBIT	0,0%	à	2,6%	2,8%	27,9%	10,7%	10,2%	18,5%	22,3%	26,6%	33,0%	45,2%

^(a) retraité de l'application rétroactive de l'interprétation IFRIC 21 tel que présenté dans le Document de Référence 2015 de SoLocal

⁽¹⁾ la décomposition de l'EBITDA récurrent a été mise en place à partir de l'exercice 2011 (avec 2010).

⁽²⁾ MBO : Marge Brute Opérationnelle - Chiffre d'affaires diminué des achats externes, des charges opérationnelles (nettes des produits opérationnels) et des salaires et charges. Les salaires et charges présentés dans la marge brute opérationnelle ne tiennent pas compte de la participation des salariés et des charges de rémunération en actions.

⁽³⁾ EBITDA récurrent : EBITDA hors éléments exceptionnels. L'EBITDA correspond au chiffre d'affaires après déduction des charges externes, des salaires et charges sociales (participation des salariés et rémunération en actions comprises) et des coûts de restructuration et d'intégration.

Source : Documents de Référence de 2005 à 2015.

L'évolution du chiffre d'affaires du Groupe sur la période 2004-2015 appelle les commentaires suivants :

- Le chiffre d'affaires consolidé du Groupe a culminé à 1.192 M€ en 2008 et n'a cessé de se contracter depuis lors. Il s'établissait à 878 M€ au 31 décembre 2015. L'année 2016 n'augure pas d'inversion de cette tendance puisque le chiffre d'affaires consolidé au 30 septembre 2016 est en repli de 7%¹ par rapport à celui réalisé sur les 9 premiers mois de l'exercice 2015.
- Cette diminution du chiffre d'affaires consolidé provient exclusivement de la dégradation de l'activité « Imprimés et Vocal ». En 3 ans le chiffre d'affaires généré par cette activité a été pratiquement divisé par 2 passant de 443 M€ en 2012 à 232 M€ en 2015.
- Depuis 2009, la croissance de l'activité « Internet » n'a pas permis de compenser la baisse du chiffre d'affaires de l'activité « Imprimés et Vocal ».

¹ Source : Communiqué SoLocal du 25 novembre 2016 - Résultats T3 2016

- Nous relevons également que le taux de croissance de l'activité « *Imprimés et Vocal* » s'est très fortement ralenti au cours des trois derniers exercices du Groupe SoLocal, entraînant donc un repli marqué du chiffre d'affaires total (soit 6 % par an, sur chacun de ces exercices). Au cours des 9 premiers mois de l'année 2016, le chiffre d'affaires réalisé sur l'activité « *Internet* » est stable par rapport à la même période 2015. L'activité marketing digital reste dynamique, mais le segment « *Search local* » est en repli. La capacité à renouer avec une croissance des revenus de l'activité « *Internet* » constitue un enjeu majeur pour le Groupe.

L'observation de l'évolution de l'EBIT et de l'EBITDA récurrent du Groupe depuis 2004 nous conduit à souligner les points suivants :

- L'EBITDA récurrent a chuté de près de 50 % sur la période 2010-2015, passant de 518 M€ à 261 M€. Plus des trois quarts de cette dégradation provient de l'activité « *Imprimés et Vocal* », et s'explique par la baisse du chiffre d'affaires de cette activité.
- Le taux d'EBITDA récurrent s'est maintenu sur la période 2005-2012, dans une fourchette de 44% à 46 % du chiffre d'affaires. En 2013, le taux d'EBITDA récurrent du Groupe a légèrement diminué pour représenter 42 % du chiffre d'affaires. Cette dégradation s'est ensuite accentuée puisqu'en 2014, le taux de marge d'EBITDA récurrent s'élevait à 32 % du chiffre d'affaires, puis à 30 % du chiffre d'affaires en 2015.
- L'évolution de l'EBIT du Groupe a été assez similaire à l'évolution de l'EBITDA sur la période 2005-2012. Sur la période 2013 à 2015, l'EBIT du Groupe a été affecté par des coûts de restructuration, et une forte augmentation des dotations aux amortissements liés aux investissements réalisés pour la mutation numérique. L'EBIT est égal à 16 % du chiffre d'affaires consolidé du Groupe au 31 décembre 2015, alors qu'il représentait 38 % au 31 décembre 2012.
- Les intérêts de la dette ont représenté plus de 45 % de l'EBIT consolidé sur l'exercice 2015. En l'absence de restructuration de la dette, le Groupe se retrouverait dans l'incapacité d'effectuer les investissements prévus dans son plan stratégique 2016-2018, estimés entre 70 et 75 M€ par an.

2.1.2. Bilan consolidé

SoLocal - Comptes consolidés historiques

[en m€]	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014 ^(a)	2015
Actif immobilisé	103	137	155	172	112	127	177	215	212	215	229	251
Autres actifs / passifs	- 117	- 2	- 65	- 78	- 99	- 62	- 61	- 71	- 58	- 63	- 56	- 58
BFR	- 115	- 142	- 156	- 126	- 140	- 147	- 161	- 152	- 177	- 181	- 146	- 154
Capitaux propres	388	407	- 2 061	- 2 073	- 2 194	- 2 213	- 2 154	- 2 121	- 2 007	- 1 867	- 1 368	- 1 328
Provisions	113	122	111	157	164	167	175	177	214	232	248	273
Dette nette	- 629	- 537	1 884	1 884	1 882	1 935	1 900	1 915	1 742	1 580	1 136	1 091
Dette nette / EBITDA récurrent ^(a) [ou MBO ^(a)]	- 1,5	- 1,2	3,9	3,7	3,4	3,7	3,7	3,9	3,7	3,7	3,8	4,2

^(a) retraité de l'application rétroactive de l'interprétation IFRIC 21 tel que présenté dans le Document de Référence 2015 de SoLocal

Source : Documents de Référence de 2005 à 2015.

Le tableau ci-dessus permet de constater que l'acquisition de 54 % du capital de PagesJaunes par KKR/Goldman Sachs en 2006 est à l'origine d'une transformation radicale de la structure financière de la société. En effet le 24 novembre 2006, le management du Groupe a mis en paiement un dividende exceptionnel de 9 € par action, représentant un montant total de 2.519,7 M€. Un emprunt senior moyen terme de 1.950 M€ a été émis par le Groupe le 24 octobre 2006, avec pour seul objet le financement du dividende exceptionnel mentionné ci-avant. À la suite du prélèvement opéré sur ses réserves en 2006, la société affichait des capitaux propres consolidés négatifs s'élevant à -2.061 M€ au 31 décembre 2006.

Par la suite, les dividendes versés au titre des exercices 2006 à 2010 ont été les suivants :

SoLocal - Historique des dividendes versés

[en m€]	2006	2007	2008	2009	2010
Montant de dividendes	303	269	269	182	163

Source : Documents de Référence de 2006 à 2010.

Même si à partir de l'exercice 2011, aucun dividende n'a été versé, la capacité du Groupe à se désendetter a été fortement obérée par les distributions rappelées ci-avant.

Depuis 2006, les capitaux propres consolidés du Groupe demeurent négatifs, et s'élèvent au 31 décembre 2015 à -1.328 M€.

L'évolution de l'endettement de la société est présentée aux paragraphes suivants.

Le tableau de trésorerie sur la période 2004-2015 est reproduit ci-dessous :

SoLocal - Flux de Trésorerie

[en m€]	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014 ^(a)	2015
Résultat net consolidé part du Groupe	213,6	261,7	296,9	269,6	176,9	273,6	244,9	197,0	158,6	114,8	59,3	26,6
Flux nets de trésorerie générés par l'activité	362,2	263,5	310,3	285,0	320,2	283,7	291,8	240,4	226,5	191,4	107,1	134,4
Flux nets de trésorerie affectés aux opérations d'investissement	- 32,1	- 105,0	50,5	5,8	- 11,5	- 32,5	- 55,6	- 69,0	- 40,2	- 59,9	- 83,7	- 90,0
Variation de la dette brute	- 90,5	- 1,4	1 911,6	8,0	- 0,9	- 9,4	- 10,8	- 26,0	- 172,2	- 149,4	- 475,9	- 33,8
Augmentation de capital	58,5	10,1	34,4	4,4	-	-	-	-	-	-	422,6	2,4
Dividendes versés	- 236,0	- 261,4	- 2 803,7	- 303,1	- 269,5	- 269,5	- 182,4	- 162,7	-	-	-	-
Autres	-	-	2,2	16,0	- 4,4	0,7	- 0,8	- 8,1	- 0,2	- 0,8	0,4	- 3,2
Flux de trésorerie liés aux opérations de financements	- 268,0	- 252,7	- 855,5	- 274,7	- 274,8	- 278,2	- 194,0	- 196,8	- 172,4	- 150,2	- 52,9	- 34,6
Variation nette de trésorerie et équivalents de trésorerie	62,1	- 94,2	- 494,7	16,1	33,9	- 27,0	42,2	- 25,4	13,9	- 18,7	- 29,5	9,8

^(a) retraité de l'application rétroactive de l'interprétation IFRIC 21 tel que présenté dans le Document de Référence 2015 de Solocal

Source : Documents de Référence de 2005 à 2015.

Ce tableau permet de compléter les constatations formulées ci-avant sur l'évolution de la structure bilancielle consolidée du Groupe.

Les flux nets de trésorerie liés aux opérations de financement cumulés sur la période 2006-2011, se sont élevés à 2.074 M€, soit un montant sensiblement supérieur aux flux cumulés de trésorerie dégagés par l'activité sur cette même période s'élevant à 1.731 M€.

Sur cette période, les cash-flows opérationnels du Groupe n'ont cessé de baisser du fait de la chute continue de l'activité « *Imprimés et Vocal* » non compensée par la montée en puissance de l'activité « *Internet* ». Alors que les flux de trésorerie dégagés par l'activité en 2006 s'élevaient à 310 M€, ils n'étaient plus que de 240 M€ en 2011. Ils n'ont cessés de se dégrader depuis pour atterrir à 134 M€ en 2015.

Parallèlement les flux de trésorerie affectés aux opérations d'investissement augmentaient et ont culminé à 90 M€ en 2015. Cette forte progression s'explique par la nécessité pour la société de financer les outils techniques nécessaires au maintien de sa compétitivité.

2.2. Endettement de la société SoLocal : historique et situation actuelle

2.2.1. Analyse historique de l'endettement

L'origine de l'endettement de SoLocal, remonte à 2006, dans le contexte rappelé aux paragraphes précédents.

Depuis l'année 2006, la société SoLocal a réalisé plusieurs opérations de refinancement :

- ⇒ **Le 29 avril 2011**, le Groupe a annoncé avoir refinancé 962 M€ (représentant environ la moitié de sa dette bancaire) avec une extension de la maturité de la dette de près de 2 ans, l'échéance passant de novembre 2013 à septembre 2015. Le Groupe annonçait envisager une émission obligataire. Un emprunt obligataire de 350 M€, à échéance 2018, a été émis le 20 mai 2011, avec une rémunération à taux fixe de 8,875 %.

Suite au refinancement de 70 % de sa dette, la société indiquait que le profil de maturité de ses dettes² était le suivant :

- Dette bancaire Tranche A 1 : nominal de 638 M€ à échéance novembre 2013
 - Dette bancaire Tranche A 3 : nominal de 962 M€ à échéance septembre 2015
 - Emprunt obligataire : nominal de 350 M€ à échéance 2018.
- ⇒ **En novembre 2012**, le Groupe a procédé à un nouvel aménagement de sa dette bancaire. Au 31 décembre 2012, la maturité de la dette bancaire renégociée et obligataire était la suivante:³
- Dette bancaire Tranche A 1 : 49,6 M€ à échéance novembre 2013
 - Dette bancaire Tranche A 3 : 962 M€ dont 7,5 M€ à échéance septembre 2013, 30 M€ à échéance 2014, et 924,5 M€ à échéance 2015
 - Dette bancaire Tranche A 5 : 356,4 M€ dont 13,6 M€ à échéance septembre 2013, 54,3 M€ à échéance 2014 et 288,5 M€ à échéance 2015
 - Emprunt obligataire : nominal de 350 M€ à échéance 2018.
- ⇒ **En avril 2014**, l'assemblée générale des actionnaires a approuvé le principe d'une augmentation de capital d'au moins 440 M€. Une augmentation de capital avec maintien du DPS, d'un montant de 361 M€, et une augmentation de capital de 79 M€ réservée à certains créanciers ont été réalisées.

Parallèlement suite à l'homologation du plan de sauvegarde financière accélérée, le 9 mai 2014, de nouvelles conditions ont été obtenues, en ce qui concerne le crédit syndiqué :

- La Dette bancaire Tranche A 3 a été convertie en Tranche A 6 pour 296 M€ et en Tranche A 7 pour 602,1 M€ ;
- La Dette bancaire Tranche A 5 a été convertie en Tranche A 6 pour 104 M€ et en Tranche A 7 pour 211,7 M€ ;
- La Dette bancaire Tranche A 6 a été remboursée avec les fonds issus de l'augmentation de capital décrite ci-dessus.

² Source : Communiqué du 27 octobre 2011

³ Source : Document de référence 2012

À l'issue de ces opérations, la totalité du crédit syndiqué de SoLocal est regroupée sur la Tranche A 7. La maturité de la Tranche A 7, totalisant un nominal de 814 M€, a été fixée à mars 2018 (avec une faculté d'extension à mars 2020 sous condition de refinancement de l'emprunt obligataire de 350 M€ à plus de 90 % avant mars 2018).

La société a par ailleurs précisé également avoir obtenu un desserrement des contraintes de ses conventions bancaires, le contrat de crédit syndiqué ayant été amendé en juin 2014⁴. Le covenant de levier financier (rapport entre la dette nette et la MBO) a été fixé à 4,5 jusqu'en mars 2015, puis à 4,25 jusqu'en septembre 2015, puis à 4 à partir de décembre 2015.

La société indiquait disposer d'une ligne de crédit revolving de 60 M€, utilisée à hauteur de 20 M€ au 31 décembre 2014.

L'endettement comptable du Groupe SoLocal du 31 décembre 2014 au 30 septembre 2016

Nous présentons ci-dessous une synthèse de l'endettement financier brut et net du Groupe SoLocal, au 31 décembre 2015 et au 30 septembre 2016.

SoLocal - Endettement financier net

[en m€]	30.09.2016	30.06.2016	31.12.2015	31.12.2014
Emprunt Tranche A 7	784	784	800	814
Emprunt obligataire	338	338	350	350
Crédit revolving (part utilisée)	41	44	-	20
Endettement	1 163	1 165	1 150	1 184
Autres dettes financières	13	11	- 7	- 4
Endettement financier brut	1 175	1 176	1 143	1 180
Trésorerie nette	- 90	- 108	- 53	-
Endettement financier net	1 085	1 068	1 090	1 180

Source : Document de Référence de 2015 et Rapports financiers au 30 juin 2016 et au 30 septembre 2016.

Les principales conditions de rémunération et de remboursement des emprunts et crédits souscrits par la société SoLocal sont les suivantes :

⇒ **Emprunt Tranche A 7**

Cet emprunt est remboursable in fine en mars 2018, avec une faculté d'extension en mars 2020 (sous condition de refinancement d'ici mars 2018 de plus de 90% de l'emprunt obligataire).

Il contient :

- des clauses de remboursement anticipé obligatoire ;
- en cas de changement de contrôle ;
- une clause de remboursement partiel anticipé pour chaque année civile à hauteur d'un pourcentage des flux de trésorerie consolidés du Groupe diminué du service de la dette, variant en fonction du ratio de levier :
 - 67 % si le ratio de levier est > à 3 ;

⁴ *Source : Document de référence SoLocal Group 2014*

- 50 % s'il est compris entre 2,5 et 3,00 ;
- 25 % s'il est < 2,50.

Il contient des contraintes financières dont les principales sont les suivantes :

- le ratio de levier (Dette nette consolidée/EBITDA consolidé, tel que défini avec les établissements financiers) doit être \leq à 4 à chaque fin de trimestre civil ;
- le ratio EBITDA consolidé/charge nette consolidée d'intérêts (tels que définis avec les établissements financiers) doit être \geq à 3 à chaque date de fin de trimestre civil ;
- si le ratio de levier est $>$ à 3,50, les investissements au cours de l'exercice suivant sont limités à 70 M€.

Le taux de rémunération de la Tranche A 7 est fonction du ratio de Levier :

- Euribor + 400 bps si ratio de levier est $>$ à 3
- Euribor + 325 bps si $2,5 <$ ratio de levier $<$ 3
- Euribor + 250 bps si ratio de levier $<$ 2,5

⇒ **Emprunt obligataire**

Cet emprunt dont SoLocal dispose au travers de l'entité PagesJaunes Finance & Co SCA, a été ramené au 30 septembre 2016 à 337,8 M€ suite à un rachat partiel de 12,2 M€. Cet emprunt est à taux fixe de 8,875 %.

⇒ **Crédit revolving**

La ligne de crédit revolving de 41,1 M€, entièrement tirée au 30 septembre 2016, est amortissable de 2,7 M€ trimestriellement, avec une maturité mars 2018 (et possibilité d'extension à mars 2020). Elle porte ses intérêts à un taux identique à celui de la Tranche A 7.

2.2.2. Situation financière du Groupe au 30 septembre 2016

L'endettement financier net du Groupe SoLocal s'établissait au 30 juin 2016 à 1.068 M€ (et à 1.085 M€ selon les informations figurant dans le rapport financier de SoLocal group au 30 septembre 2016).

Le management du Groupe a souligné qu'au 30 juin 2016, le Groupe ne respectait pas le ratio de Levier financier. Il a également indiqué, que ce ratio n'était toujours pas respecté au 30 septembre 2016.

Le rejet du projet de restructuration financière par l'Assemblée générale des actionnaires réunie le 19 octobre 2016 a eu pour conséquence de libérer les créanciers, parties aux accords avec SoLocal, de leur engagement de renoncer à déclarer l'exigibilité anticipée de la dette financière de SoLocal Group, au titre du non-respect du ratio de levier financier, aux 30 juin et 30 septembre 2016. Les créanciers ont adressé le 20 octobre 2016 un courrier au Président du Conseil d'administration de SoLocal Group indiquant qu'ils étaient désormais libérés de l'engagement de renonciation ci-dessus mentionné.

Dans le cadre de l'accord annoncé le 3 novembre 2016, SoLocal a indiqué que : « *Les trois créanciers parties à l'accord avec la société, ont accepté, sous condition résolutoire de l'absence d'adoption du projet révisé de restructuration financière, de renoncer à déclarer l'exigibilité anticipée de la dette financière de SoLocal Group, au titre du non-respect de covenant de levier financier au 30 juin 2016 et,*

le cas échéant au 30 septembre 2016. L'adoption du plan révisé de restructuration financière rendrait sans objet ce non-respect de covenant ».

La procédure de conciliation ouverte par le Tribunal de Commerce de Nanterre est par ailleurs constitutive d'un cas de défaut, au titre de la documentation des obligations garanties senior à 8,875 % à échéance 2018, émises par PagesJaunes Finance & Co SCA ; ce cas de défaut ayant pour effet de déclencher l'exigibilité anticipée desdites obligations.

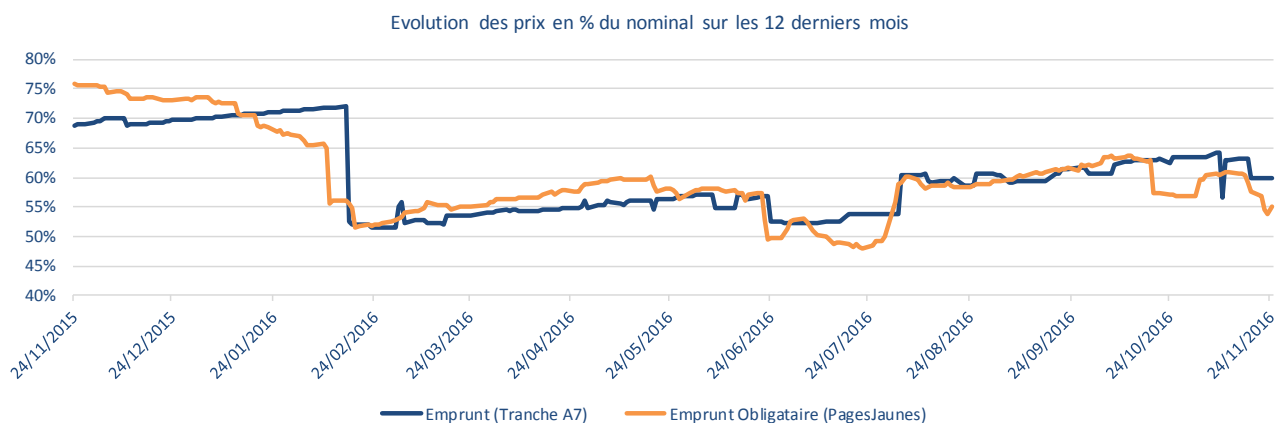
SoLocal détient deux principaux emprunts :

- le contrat de crédit syndiqué qui se décompose comme suit au 30 septembre 2016 :
 - la Tranche A 7 au nominal de 784 M€ ;
 - une ligne de crédit revolving de 41 M€ ;
- l'emprunt obligataire d'un montant de 338 M€ émis en 2011 avec un coupon fixe de 8,875 % et un remboursement à l'échéance fixée au 1^{er} juin 2018.

Ces emprunts peuvent faire l'objet de transactions. Si l'on se réfère aux indications données par la base de données Bloomberg, on observe des décotes importantes par rapport à la valeur nominale ce qui traduit la perception d'un risque élevé sur la capacité de SoLocal à faire face à ses échéances de remboursement dans le contexte actuel.

(en m€)	Valeur comptable à fin septembre	Prix en % du nominal au 24 novembre 2016
Emprunt bancaire – Tranche A 7	783	59,8%
Emprunt obligataire	338	55,1%

Ces données⁵ ont évolué comme suit sur les 12 derniers mois :



Source : Données Bloomberg

L'absence d'information précise sur les volumes de transactions et l'identité des porteurs de dette ne permet pas d'apprécier la pertinence de ces prix et leur caractère représentatif.

⁵ Issues de la base de données Bloomberg

3. Présentation des motifs et des termes de l'opération

3.1. Motifs de l'opération

Les dirigeants de la société SoLocal Group ont soumis à l'approbation des actionnaires réunis le 19 octobre 2016, un projet de restructuration financière ainsi qu'un plan stratégique « *Conquérir 2018* ». Le plan de restructuration financière n'a pas recueilli un avis favorable de la part des deux tiers des actionnaires.

Le 3 novembre 2016, la société a annoncé avoir recueilli l'accord de toutes les parties prenantes en négociation sur un projet de plan révisé de restructuration financière. Ce plan révisé apporte des améliorations susceptibles de favoriser :

- la souscription des actionnaires actuels à l'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription ;
- et vise à :
 - Renforcer les fonds propres de SoLocal Group
 - Ramener l'endettement de la société à 400 M€
 - Permettre le financement du plan « *Conquérir 2018* ».

Ce plan révisé sera soumis au vote des actionnaires à l'occasion d'une assemblée qui a été convoquée pour se tenir le 15 décembre 2016.

Nous précisons que, préalablement aux opérations d'augmentation de capital qui sont envisagées dans le cadre de ce plan, il sera proposé aux actionnaires actuels de la société de décider d'une réduction de capital par réduction de la valeur nominale des actions permettant la réalisation de l'augmentation de capital avec DPS. Le capital de la société serait ainsi ramené d'un montant de 233.259.384 € à un montant de 3.887.656,40 € divisé en 38.876.564 actions d'une valeur nominale de 0,10 € chacune.

3.2. Les émissions proposées dans le cadre du plan et leurs principales modalités

Les différentes étapes prévues dans le plan destinées à renforcer les fonds propres de la société sont les suivantes :

- **Une augmentation de capital d'un montant nominal maximum de 40.500.000 €,** avec maintien du droit préférentiel de souscription, sera ouverte aux actionnaires de SoLocal Group. Les actions nouvelles (au maximum 405.000.000 actions) seraient émises à 1 €, incluant donc une prime d'émission de 0,9 € par action. Ce montant maximum s'entend hors actions supplémentaires à émettre en cas de mise en œuvre de la faculté d'augmentation du nombre d'actions à émettre, en cas de demandes excédentaires de souscription, dans le cadre de cette augmentation de capital. Le plafond pourrait dans ce cas être augmenté de 15 % et pourrait être à 465.750.000 actions. Les actionnaires pourront souscrire à l'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription :
 - À titre irréductible à hauteur de leurs droits préférentiels de souscription ;
 - À titre réductible pour la totalité de l'augmentation de capital ; les ordres à titre réductible seront servis en fonction de la demande globale.

- **Il sera attribué aux actionnaires de la société juste avant la date de réalisation de l'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription, 3 actions nouvelles, pour 2 actions anciennes.** Le montant nominal total de l'augmentation de capital résultant de cette attribution d'actions gratuites ne pourra excéder 5.850.000 € ; ce montant étant le cas échéant augmenté des actions qui auront été émises entre le 30 septembre 2016 et la date de l'émission et de l'attribution des actions gratuites, à l'exception des actions qui seraient émises en vertu des délégations, votées par l'assemblée du 15 décembre 2016.
- **Il est ensuite prévu l'émission d'obligations à option de conversion et remboursables en actions, ou en numéraire au gré de la société, à raison d'une action pour une obligation (« mandatory convertible bonds ») ci-après « MCB ».**

La souscription de l'intégralité des MCB sera réservée aux créanciers financiers titulaires de créances sur la société au titre du Contrat de Crédits, et sera libérée par compensation d'une partie de leurs créances.

La valeur nominale de chaque MCB sera de 2 €. Les MCB seront souscrites au pair. Ils ne porteront pas intérêt et auront une maturité de 5 ans. Chaque créancier peut toutefois, demander à tout moment, le remboursement des MCB qu'il détient, en actions.

Le nombre de MCB qui sera émis sera fonction du montant total (« X ») des souscriptions en espèces (à l'exclusion de toute compensation de créances) recueillies par la société dans le cadre de l'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription.

En retenant l'hypothèse d'un encours de dettes financières au titre du contrat de crédits, en date du 24 octobre 2006, tel que modifié par avenants, d'un montant total en principal de 1.164 M€, la formule de calcul déterminant le nombre de MCB à émettre est la suivante :

Souscription en numéraire	X ≥ 300 M€	X = 0	0 < X < 300 M€
Nombre MCB émis	0	100 000 000	100 000 000 – X/3

- **Le plan prévoit enfin une émission d'actions nouvelles assorties de bons de souscription d'actions, réservée aux créanciers.**

Nous présentons ci-après les caractéristiques de cette émission, en retenant l'hypothèse d'un encours de dettes financières au titre du Contrat de Crédits, en date du 24 octobre 2006, tel que modifié par avenants, d'un montant total en principal de 1.164 M€.

Le nombre total d'actions nouvelles qui seront émises, le prix de souscription et le montant total de l'augmentation de capital résultant de ladite émission (hors augmentation de capital résultant de l'exercice des bons de souscription émis concomitamment à ces actions nouvelles) seront fonction notamment d'un montant « X » égal à la somme des souscriptions en espèces (à l'exclusion de toute compensation de créances) recueillies par la société dans le cadre de l'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription.

Le montant nominal total de l'augmentation de capital de la société (prime d'émission non incluse) résultant de l'émission des actions nouvelles (hors augmentation de capital résultant

de l'exercice des bons de souscription émis concomitamment à ces actions nouvelles), ne pourra excéder 8.200.000 €. Le prix de souscription par action nouvelle ne pourra être inférieur à 2,14 € (soit 0,10 € de valeur nominale et 2,04 € de prime d'émission) ou à 2,12 € (soit 0,10 € de valeur nominale et 2,02 € de prime d'émission), dans l'hypothèse où le montant total en principal de l'encours de dette financière au titre du contrat de crédits serait supérieur à 1.164 M€.

En retenant l'hypothèse d'un encours de dettes financières au titre du contrat de crédits, en date du 24 octobre 2006, tel que modifié par avenants, d'un montant total en principal de 1.164 M€, la formule de calcul déterminant le nombre total de BSA attachés aux actions nouvelles est la suivante :

Souscription en numéraire	X ≥ 250 M€	X = 0	0 < X < 250 M€ ⁽¹⁾
Nombre total de BSA	0	45 000 000	45 000 000 x [1- (X/250 000 000)]

⁽¹⁾ Le nombre de BSA diminue de façon linéaire lorsque le montant levé en espèces est compris entre 0 et 250 M€.

Le nombre total d'actions auxquelles l'ensemble des BSA, donnera le droit de souscrire ne pourra excéder 45.000.000. Chaque BSA aura une durée d'exercice de 5 ans et donnera le droit de souscrire à une action nouvelle de la société au prix de 2 € (soit 0,10 € de nominal et 1,90 € de prime d'émission).

3.3. L'évolution de la gouvernance

Dans la mesure où le plan révisé de restructuration serait adopté par les créanciers et les actionnaires de SoLocal Group, il est prévu les aménagements suivants dans la gouvernance de la société :

- Le Conseil d'administration cooptera sans délai un administrateur et nommera un censeur, représentant les trois créanciers, détenant environ 37 % de l'encours de la dette financière qui ont fait part de leur accord sur le plan révisé. La nomination d'un censeur nécessitera une modification des statuts, soumise à l'Assemblée des actionnaires convoquée pour le 15 décembre 2016.
- Dans les 3 mois de la restructuration financière, le Conseil d'administration proposera la nomination de nouveaux administrateurs de manière à permettre aux 3 créanciers parties à l'accord, d'être représentés au sein du Conseil, proportionnellement à leur participation au capital, post restructuration financière, avec un minimum de deux représentants.
- Les 3 créanciers, parties à l'accord, ont d'ores et déjà indiqué qu'ils se déclaraient de concert vis-à-vis de la société SoLocal Group. Nous rappelons à cet égard, que l'obtention d'une dérogation de la part de l'AMF en faveur des créanciers parties à l'accord avec la société, agissant de concert, afin de ne pas avoir à lancer une offre publique en application de l'article 234-9 2° du Règlement Général de l'AMF, constitue une condition suspensive du plan révisé.

4. Les perspectives de SoLocal en cas de non-approbation du plan révisé

Comme exposé aux paragraphes 2.1.1 à 2.1.2, la situation financière très dégradée de SoLocal Group est aujourd'hui préoccupante.

4.1. Bris de covenant bancaires

Comme nous l'avons indiqué au paragraphe 2.2.1, les trois créanciers, parties à l'accord avec la société, ont accepté de renoncer à déclarer l'exigibilité anticipée de la dette financière de SoLocal Group, au titre du non-respect de covenant de levier financier au 30 juin 2016 et au 30 septembre 2016.

Toutefois, cette renonciation a été consentie sous condition résolutoire. Dans l'hypothèse où le plan révisé ne seraient pas adopté, les créanciers auraient la faculté de faire valoir l'exigibilité immédiate de leurs créances. SoLocal Group, au vu de sa situation financière actuelle, serait alors dans l'impossibilité de faire face à cette demande, et se retrouverait potentiellement en situation de cessation de paiements.

Nous rappelons également que la procédure de conciliation ouverte par le Tribunal de Commerce de Nanterre est constitutive d'un cas de défaut, au titre de la documentation des obligations garanties senior à 8,875 % à échéance 2018, émises par PagesJaunes Finance & Co SCA.

SoLocal apparaît à ce jour à ce point fragilisée, qu'en l'absence d'adoption du plan révisé de restructuration, sa continuité d'exploitation serait remise en cause.

4.2. Perspectives d'activité du Groupe en l'absence de restructuration financière

La poursuite de l'activité de SoLocal Group, en l'absence de restructuration financière, apparaît donc très théorique : en effet, même dans l'hypothèse où ses créanciers renonceraient à l'exigibilité immédiate de leurs dettes, une large partie de celles-ci arrive à échéance en mars 2018 et ne pourra être remboursée.

Nous rappelons que les emprunts bancaires et obligataires de SoLocal Group sont garantis, en cas de défaut de la société, par un nantissement sur les titres de PagesJaunes SA⁶, qui constituent un des principaux actifs de la société.

⁶ Source : Document de Référence 2015

5. Eléments d'évaluation de SoLocal

5.1. Données structurant l'évaluation de SoLocal

5.1.1. Référentiel comptable

La société SoLocal clôture ses comptes annuels au 31 décembre. Elle applique le référentiel comptable IFRS pour l'établissement de ses comptes consolidés, lesquels ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2015. L'information financière semestrielle au 30 septembre 2016 a fait l'objet d'un rapport des commissaires aux comptes comprenant notamment une observation relative à la continuité de l'exploitation. Celle-ci attire l'attention sur la note de l'annexe qui expose le contexte de la restructuration financière et les incertitudes, si cette dernière n'aboutissait pas, sur la capacité du Groupe à poursuivre son activité dans des conditions normales.

5.1.2. Structure du capital et nombre d'actions

Au 30 septembre 2016, le capital de la société SoLocal, est composé de 38.876.564 actions de valeur nominale 6 euros y compris 7.926 actions autodétenues⁷.

Compte tenu des prix d'exercice pour obtenir les actions attribuées dans le cadre de plans de souscription, prix d'exercice supérieurs dans tous les cas à 99 €⁸ - il n'a pas été tenu compte de ces éventuelles actions dans le calcul de la valeur de l'action SoLocal. Concernant les conséquences des plans d'attribution gratuite d'actions consentis en 2014 et 2015, il n'a pas été retenu d'actions potentiellement à émettre compte tenu des conditions de performances attachées à leur attribution définitive entre 2017 et 2019, notamment celles relatives à la croissance du chiffre d'affaires.

En définitive nous retiendrons un nombre d'actions de 38.876.564.

5.1.3. Endettement net déterminé pour les besoins de l'évaluation

Pour notre valorisation de SoLocal, nous avons intégré dans sa dette financière nette, telle qu'elle ressortait de ses livres au 30 septembre 2016, les provisions pour risques et charges dans la mesure ou les coûts qu'elles sont censées couvrir ne sont pas intégrées dans l'EBITDA récurrent et donc dans la valeur d'entreprise déterminée selon les méthodes intrinsèques ou analogiques présentées ci-après.

Dans le cadre de l'évaluation des capitaux propres de SoLocal dans l'hypothèse où la restructuration financière nécessaire conduirait à ramener les emprunts bruts au montant cible de 400 M€, la dette financière se détaillerait ainsi :

⁷ Source : Rapport financier au 30 septembre 2016

⁸ Les prix d'exercice sont des prix ajustés post regroupement d'actions intervenu en octobre 2015.

Solocal - Dette financière nette [en m€]	30/09/2016
Emprunts bancaires	783,6
Emprunts obligataires	337,8
Crédit revolving	41,1
Dette financière brute avant restructuration	1 162,6
Intérêts courus non échus	17,2
Autres dettes financières	5,6
Complément de prix	2,0
Dettes de crédit-bail	0,4
Trésorerie active ou équivalent de trésorerie	- 90,6
Découverts bancaires	2,2
Dette financière nette avant restructuration	1 099,4
Engagement retraite [net d'IS]	64,1
Provisions pour risques et charges [net d'IS]	31,1
Dette financière nette ajustée avant restructuration	1 194,6

Solocal - Dette financière nette [en m€]	30/09/2016
Dette cible	400,0
Intérêts courus non échus	17,2
Autres dettes financières	5,6
Complément de prix	2,0
Dettes de crédit-bail	0,4
Trésorerie active ou équivalent de trésorerie	- 90,6
Découverts bancaires	2,2
Dette financière nette après restructuration	336,8
Engagement retraite [net d'IS]	64,1
Provisions pour risques et charges [net d'IS]	31,1
Dette financière nette ajustée après restructuration	432,0

Source : Rapport financier 30 septembre 2016.

5.1.4. Plan d'affaires à moyen terme

Les plans d'affaires à moyen terme que nous avons utilisés pour apprécier la valeur de SoLocal Group, se fondent sur les projections réalisées par la société dans le cadre de son processus de prévision.

a) Plan d'affaires hors restructuration financière

Un plan d'affaires a été préparé dans l'hypothèse où la restructuration financière ne serait pas approuvée, ce qui empêcherait la mise en œuvre du plan stratégique « *Conquérir 2018* ». Ce plan a été revu par un cabinet de conseil indépendant. Une présentation des éléments de ce plan a été réalisée en août 2016 (cf. « *Restructuration financière # Conquérir 2018* » et présentation « *Investor Day* » du 31 août 2016). Il convient de noter que ce plan est établi en partant de l'hypothèse que les créanciers n'exigeraient pas le paiement des échéances contractuelles.

La société nous a par ailleurs communiqué des projections pour l'année 2020.

Le plan 2016-2020 se caractérise par :

- Des revenus qui continuent de s'éroder de plus de 6 % par an sur cette période. En effet :
 - faute d'investissements suffisants, la société n'est pas en capacité de répondre à l'attente de ses clients dans l'activité « *Search Local* » et subit une concurrence accrue ; cette décroissance n'est pas compensée par l'activité marketing directe, pour laquelle le plan intègre cependant un taux de pénétration en progression.
 - l'activité « *Imprimés et Vocal* » continue à décroître et devient marginale dans l'activité globale de la société.
- Un EBITDA récurrent, qui se dégrade fortement, la baisse des coûts directs des deux activités étant moins marquée que celle des revenus de chacune des deux activités. La marge d'EBITDA récurrent passerait ainsi de 31% en 2015 à 17% en 2019 et 13,3 % en 2020.
- Dès 2017, les cash-flows opérationnels ne permettent plus de couvrir les intérêts de la dette actuelle non restructurée.

b) Plan d'affaires post- restructuration financière

Un plan d'affaires a également été établi pour refléter les conséquences de la mise en œuvre du plan « *Conquérir 2018* » et sous-tend au préalable que la restructuration financière ait été approuvée et réalisée en 2016. Ce plan initialement préparé, et revu par deux cabinets de conseil indépendants, fin 2015 et au cours du premier semestre 2016 a fait l'objet également des communications, évoquées au paragraphe précédent en août 2016. L'objectif du plan stratégique « *Conquérir 2018* » est d'accélérer la croissance des activités « *Internet* », en maintenant le taux de marge opérationnelle de manière pérenne. Ce relais de croissance doit permettre de pallier la décroissance de l'activité historique « *Imprimés et Vocal* ».

Il se caractérise par :

- Un taux de croissance de l'activité « *Internet* », en progression sur la période 2016-2018, conduisant à une croissance annuelle de ces activités moyenne de 6% ;
- Une décroissance de l'activité « *Imprimés et Vocal* » s'inscrivant dans le trend constaté ces dernières années ;
- Une marge EBITDA récurrent / chiffre d'affaires proche de 30% (en ligne avec celle de 2015 de 31%) ;
- Un montant d'investissement relativement constant sur la durée du plan compris entre 70 M€ et 75 M€ et la stabilité du besoin en fonds de roulement;

Dans le cadre de l'établissement des comptes au 30 septembre 2016, et de l'analyse des résultats et de l'activité commerciale actuelle, la société a réexaminé le plan initial. Dans son communiqué en date du 25 novembre 2016, la société précise que « *La performance financière au 3ème trimestre 2016 confirme les perspectives annuelles. Cependant, l'incertitude autour du plan de restructuration financière nuit à nos activités, et depuis octobre dernier, affecte le momentum commercial, la génération de cash-flow et les perspectives pour 2018* ».

Nous avons pris connaissance du nouveau plan d'affaires 2016-2018, révisé en novembre 2016. Par ailleurs, à notre demande, la direction financière nous a communiqué une projection des mêmes agrégats en 2019. Le plan révisé met en évidence un léger recul, par rapport au plan initial, du chiffre d'affaires en 2017 et 2018 affectant les prévisions d'EBITDA notamment en 2018 de l'ordre de 5%. La société nous a informé que cette révision à la baisse des prévisions résultait de la difficulté, compte tenu de l'environnement actuel, à enregistrer le niveau de commandes escompté. Le montant des investissements a également été légèrement revu à la baisse en année 2018.

En définitive le plan d'affaires révisé traduit un retard dans la mise en œuvre du plan « *Conquérir 2018* » lequel nécessite préalablement la réussite d'une restructuration financière. Les perspectives d'activité moyen / long terme ne seraient pas remises en cause.

c) Plan d'affaires post- restructuration financière établi pour les besoins de nos travaux d'évaluation

Sur la base du plan d'affaires révisé 2016-2018 et de la projection 2019, communiqués par la direction financière, nous avons extrapolé des résultats et flux pour une période de 2 ans postérieure au plan révisé, afin d'établir au-delà de cette période de prévision, un flux de trésorerie susceptible d'être généré de manière normative par SoLocal.

Les principales hypothèses pour déterminer ces extrapolations de prévisions et les composantes du flux normatif sont :

- Un taux de croissance de l'activité « *Internet* » convergeant vers un taux cible de croissance générale de 1 % ;
- Le maintien du chiffre d'affaires 2019 « *Imprimés et Vocal* » en 2020 ;
- Le maintien d'un taux marge d'EBITDA récurrent cible de 29 % ;
- Un montant d'investissement et d'amortissement légèrement inférieur à 70 M€ avec un montant cible normatif de 65 M€ ;
- Un montant de besoins en fonds de roulement constant en ligne avec les analyses du management et représentant -38 % du chiffre d'affaires.

5.2. Cours de bourse et références de valorisation

5.2.1. Analyse du cours de bourse et valorisation induite

Les actions de SoLocal Group ont été inscrites à la négociation sur le marché boursier français en juillet 2004. Elles sont actuellement inscrites au compartiment B Euronext Paris sous le Code ISIN FR0012938884.

La cotation a été suspendue du 1^{er} au 3 août 2016 (annonces des premières modalités de la restructuration financière les 1^{er} et 3 août 2016). La cotation a également été suspendue le lundi 26 septembre 2016 et a repris le mercredi 28 septembre 2016 après la publication du communiqué sur la finalisation des termes du projet de plan de restructuration financière.

Nous présentons ci-après des cours spot et moyens pondérés par les volumes du titre SoLocal, ainsi que les échanges opérés, au cours d'une période assez longue pour en apprécier les évolutions.

Nous retiendrons les dates marquantes suivantes :

- Le cours spot au 23 novembre 2016 préalablement à l'annonce des résultats du troisième trimestre 2016 ;
- Le 7 novembre, reprise de la cotation du titre postérieurement à la présentation du second plan de restructuration financière ;
- Le 19 octobre date de l'assemblée générale n'ayant pas approuvé le premier plan de restructuration ;
- Le 23 septembre 2016, séance préalable à la suspension du cours jusqu'au 28 septembre (finalisation des termes du projet définitif de la restructuration financière) ;
- Le 29 juillet 2016, veille de l'annonce du premier plan de restructuration.

Tableau des cours Solocal au 24/11/2016		
Date	Nature du cours	€/action
24/11/2016	SPOT	3,12
	CMPV* 1 mois	3,29
07/11/2016	SPOT	3,37
	CMPV* 1 mois	3,30
19/10/2016	SPOT	3,16
	CMPV* 1 mois	3,33
23/09/2016	SPOT	2,53
	CMPV* 1 mois	2,45
29/07/2016	SPOT	3,40
	CMPV* 1 mois	2,75
	CMPV* 2 mois	2,77
	CMPV* 6 mois	3,92
	CMPV* 1 an	5,95
	CMPV* 2 ans	11,07
Plus haut au 6/02/2015		23,07
Plus bas au 27/06/2016		2,08

* Cours moyen pondéré par les volumes

Source : Bloomberg

Par ailleurs, le tableau ci-dessous indique les volumes de titres et les capitaux correspondant échangés quotidiennement et la rotation du capital (et du flottant) induite par ces échanges. Il permet d'apprécier la liquidité du titre et par conséquent, la pertinence du cours référence susceptible de représenter une valeur de marché.

Analyse de la liquidité de l'action Solocal					% du capital (a)		% du flottant (b)	
	Titres échangés (moyenne quotidienne)	Titres échangés (cumul)	Capital moyen échangé K€	Capital moyen cumulé K€	Volume moyen échangé /j	Rotation	Volume moyen échangé /j	Rotation
Au 24/11/2016	79 647	79 647	249	249	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Moyenne 1 mois	339 673	4 755 428	1 116	15 623	0,9%	12,2%	1,0%	13,3%
Moyenne 2 mois	772 958	23 188 735	2 608	78 248	2,0%	59,6%	2,2%	65,1%
Moyenne 3 mois	573 689	29 258 143	1 825	93 059	1,5%	75,3%	1,6%	82,1%
Moyenne 6 mois	433 731	49 879 048	1 319	151 689	1,1%	128,3%	1,2%	140,0%
Moyenne 1 an	365 392	88 059 488	1 436	346 073	0,9%	226,5%	1,0%	247,1%
Moyenne 2 ans	342 809	170 033 281	3 051	1 531 588	0,9%	437,4%	1,0%	477,2%

Source : Bloomberg

(a) Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre total d'actions sur une base de 38 876 565

(b) Ratio entre le nombre total de titres échangés et le flottant (Bloomberg) sur une base de 35 630 000

Sur les 12 derniers mois précédant le 24 novembre 2016, le volume d'actions SoLocal échangé est de 88.059.488 actions soit environ 365 milliers d'actions par jour de bourse (y compris les jours de suspension de cours). Sur cette même période, la rotation du capital s'est établie à 226,5%.

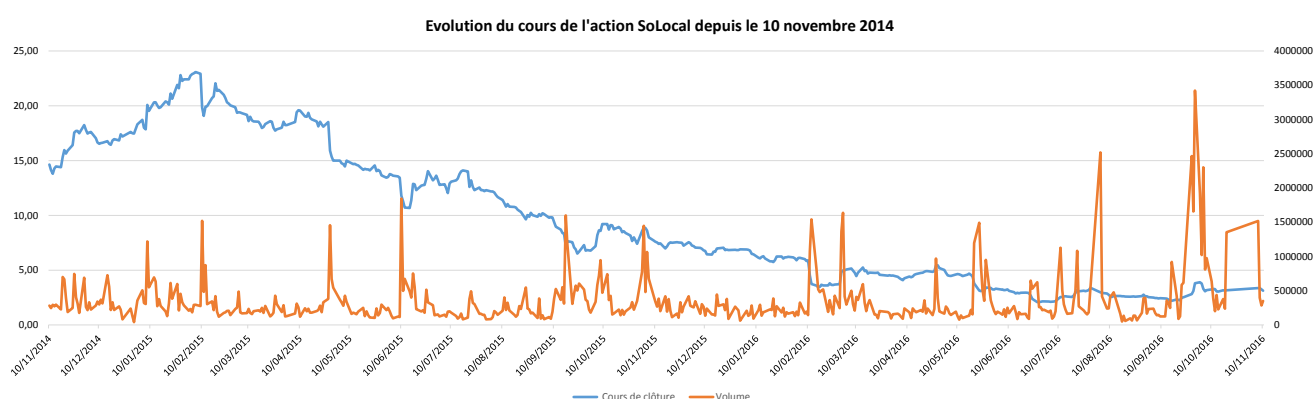
Ainsi, compte tenu des volumes d'actions SoLocal échangés et de la rotation du capital qui en résulte, nous devons examiner si les cours de bourse peuvent ou non être considérés comme des références pertinentes pour déterminer l'évaluation de l'action.

La présentation des cours de bourse présentée dans le « *tableau des cours SoLocal au 24/11/2016* » ainsi que la courbe ci-dessous (laquelle retrace les valeurs de l'action et les volumes échangés quotidiennement depuis plus de 2 ans) mettent en évidence que l'évolution du cours s'inscrit dans une tendance baissière continue.

Depuis le 6 février 2015, date à laquelle le cours s'élevait à 23,07 €, la valeur boursière de l'action, appréciée par rapport au CMPV 1 mois au 24 novembre 2016, a perdu plus de 85%.

Cette tendance baissière trouve probablement son origine dans la survenance de divers événements :

- l'annonce et l'ouverture de la procédure de sauvegarde financière accélérée (2^{ème} trimestre 2014) ;
- les augmentations de capital susceptibles d'être dilutives (juin 2014, mars 2015 ...) ;
- l'annonce des résultats périodiques mettant en évidence une tendance baissière du CA et des marges ;
- le rapprochement des échéances de dette, les bris de covenant de crédit, l'annonce de la restructuration financière et des projets de plans.



En théorie, le cours de bourse traduit la valeur des actions dans la mesure où il existe un niveau de flottant et de liquidité suffisant, que les transactions sont librement négociées et qu'aucun événement extraordinaire n'en affecte son évolution normale. En l'espèce, et compte tenu de ce qui a été exposé précédemment, il apparaît peu probable que les cours reflètent parfaitement la valeur intrinsèque de la société. La tendance baissière et les variations sur les derniers mois semblent en effet indiquer que le cours résulte d'un arbitrage par les différents actionnaires, difficilement modélisable, autour de différents scénarii possibles : poursuite d'exploitation avec divers scénarii de restructuration financière, mutation stratégique du Groupe, mise en œuvre des clauses de défaut de crédit, ... Ainsi, en définitive, nous estimons que le cours de bourse ne peut constituer, au cas présent, une référence pertinente.

À titre informatif, sur la base d'un cours de 3,29⁹ € : et d'un nombre d'actions de 38.876.564, la capitalisation boursière théorique s'établit à 128 M€. Compte tenu de la dette financière au 30 septembre 2016 avant restructuration de 1.195 M€, il peut être extériorisé une valeur d'entreprise théorique de **1.323 M€**.

⁹ CMPV 1 Mois au 24/11/2016

5.2.2. Analyse du cours cible des analystes financiers

Le titre SoLocal fait l'objet d'un suivi de la part d'une vingtaine d'analystes. Nous nous sommes attachés à étudier les dernières études disponibles. Nous constatons qu'aucune note n'a été publiée postérieurement à l'annonce du second plan de restructuration.

Les dernières analyses publiées que nous avons exploitées sont les suivantes :

Analyste	Date	Objectif de cours
Société Générale	17/10/2016	2,90 €
Kepler Cheuvreux	01/09/2016	2,50 €
Alpha Value	17/08/2016	2,58 €
Natixis	03/08/2016	7,00 €
Exane BNP Paribas	02/08/2016	1,60 €
ShareWise	29/07/2016	6,35
Gilbert Dupont	20/05/2016	3,50
Oddo Securities	20/05/2016	3,75
HSBC	20/05/2016	1,80
CM-CIC	20/05/2016	3,50

03/11/2016 : annonce des modalités du 2nd plan de restructuration

01/08/2016 : annonce des modalités du 1^{er} plan de restructuration

Sources : Thomson Reuters, Bloomberg

Sur les dernières notes d'analystes, nous avons retenu 3 notes après la date d'annonce des modalités du plan de restructuration du 1er août 2016 et 4 notes avant la date d'annonce.

On constate que l'objectif de cours est divisé par deux avant et après la date d'annonce. Exception faite de l'analyse Natixis, nous observons que les objectifs de cours n'ont eu de cesse d'être révisés à la baisse depuis le début de l'année 2016. Ces dégradations successives se fondaient sur les rumeurs d'une restructuration de la société s'accompagnant d'impacts dilutifs sur le résultat par action.

Nous considérons que la référence aux objectifs de cours ne peut être retenue pour la présente expertise étant observé qu'aucun analyste n'a communiqué d'objectif de cours depuis la publication du dernier projet de restructuration financière.

Nous avons écarté cette référence.

5.3. Approche de valorisation en cas d'absence de restructuration financière

En préalable, il convient de rappeler, comme exposé au § 4.2, que la poursuite de l'activité de SoLocal, en l'absence de restructuration financière, apparaît très théorique dans la mesure où quand bien même ses créanciers renonceraient à l'exigibilité immédiate de leurs dettes, une large partie de celles-ci, venant à échéance en mars 2018, ne pourra être remboursée.

La société SoLocal a établi un business plan 2016-2020, en l'absence de restructuration financière, comme rappelé au § 5.1.4 du présent rapport.

Nous avons réalisé une évaluation de l'entreprise par actualisation des flux futurs de trésorerie en retenant les paramètres suivants :

- un taux d'actualisation de 9,6%, identique à celui retenu pour la valorisation par l'actualisation des flux futurs de trésorerie dans le contexte d'une approbation de la restructuration et de la mise en œuvre du plan « *Conquérir 2018* » ;
- une valeur terminale déterminée par application d'un multiple 6 sur l'EBITDA estimé 2020.

Nous présentons ci-après le résultat de notre calcul et une sensibilité de celui-ci aux paramètres ci-dessus.

		Multiple d'EBITDA de la valeur terminale				
		4 x	5 x	6 x	7 x	8 x
Taux d'actualisation	8,6%	372	431	490	549	608
	9,1%	366	424	482	540	597
	9,6%	361	417	474	531	587
	10,1%	355	411	467	522	578
	10,6%	350	405	459	514	568

La valeur d'entreprise est inférieure à la valeur de la dette financière au 30 septembre 2016 d'un montant de 1.195 M€. La valeur des fonds propres est donc négative conférant une valeur négative à l'action SoLocal.

Le taux d'actualisation retenu dans cette approche dans le cas où il n'y aurait pas de restructuration est théorique et constitue nécessairement un taux par défaut. Il est donc retenu par simplification le même taux que celui retenu dans notre approche avec restructuration. En tout état de cause, l'analyse de sensibilité sur ce taux ne remet pas en cause notre conclusion sur la valeur négative des capitaux propres.

5.4. Approche de valorisation en cas de restructuration

5.4.1. Références de valorisation écartées

5.4.1.1. Offres reçues dans le cadre de la recherche d'investisseurs initiée par la société

L'expert indépendant Finexsi a examiné les 3 offres non engageantes reçues dans le cadre de la recherche d'investisseurs - susceptibles de participer à l'assainissement de la situation financière - initiée par SoLocal fin 2015. Après analyse des offres, Finexsi estime que « la valeur d'entreprise induite par ces offres s'établit dans une fourchette post-restructuration de 533 M€ à 728 M€ (extériorisant un multiple d'EBITDA 2015 de SoLocal de 2x à 2,7x) ». Il précise que « les offres prévoient toutes que la dette soit ramenée à un montant résiduel de 300 M€ à 400 M€ » préalablement à l'entrée de ces éventuels investisseurs.

Compte tenu du caractère non engageant de ces propositions, nous ne les avons pas examinées de manière approfondie, dans la mesure où nous estimons qu'elles ne peuvent constituer une référence de valorisation. Il nous a été précisé qu'il n'existait pas d'autres offres fermes depuis celles présentées par Finexsi dans son rapport.

5.4.1.2. *Actif net comptable*

Cette approche patrimoniale vise à déterminer la valeur des capitaux propres d'une entreprise par différence entre la valeur comptable des actifs et des passifs réels qu'elle possède. Nous avons estimé que cette méthode ne pouvait pas valablement être retenue dans la mesure où elle n'intégrait ni la juste valeur des actifs incorporels, créés en interne, et donc sa capacité à générer des bénéfices dans le futur, ni d'une manière générale toutes les plus-values latentes sur ces actifs.

Cette référence permet néanmoins d'extérioriser une valorisation « plancher », dans la mesure où elle donne une valeur de l'actif net de la société. Ainsi, à titre indicatif, sur la base du montant de l'actif net comptable consolidé au 30 juin 2016 - soit un montant négatif de -1.310,2 M€ - la valeur de l'action SoLocal serait négative de 33,69 €.

5.4.2. **Méthode de valorisation retenue**

5.4.2.1. *À titre indicatif : méthode analogique des multiples des comparables boursiers*

Fondée sur l'hypothèse d'efficience des marchés financiers, la méthode des multiples des comparables boursiers repose sur l'application à certains agrégats de référence de l'entreprise à évaluer, de multiples déterminés à partir d'un échantillon d'entreprises cotées « comparables ». Cette méthode requiert donc de déterminer un échantillon de sociétés cotées comparables, c'est-à-dire présentant des critères pertinents de comparaison. Ces critères peuvent être, selon les cas, les activités de l'entreprise, les zones géographiques, la répartition à l'exposition à certains risques, les profils de rentabilité

SoLocal connaît depuis plusieurs années une baisse de ses principaux agrégats d'exploitation et travaille à une réorientation stratégique avec les plans « *Digital 2015* » et « *Conquérir 2018* ».

Il est donc très difficile d'identifier des sociétés comparables et de constituer un échantillon réellement pertinent. Nous avons néanmoins cherché à mettre en place cette approche en élargissant l'échantillon de sociétés déterminé par l'expert indépendant Finexsi. L'augmentation du nombre d'éléments peut, éventuellement et sous la réserve des commentaires ci-avant, permettre de fiabiliser les résultats. Pour se faire, nous avons intégré dans le précédent échantillon des sociétés comprises dans le panel de sociétés établi par la direction de SoLocal et présentés lors de l'Investor Day du 31 août 2016.

Nous avons retenu l'EBITDA comme seul agrégat susceptible de servir de base à la mise en œuvre de cette méthode. Nous avons appliqué les multiples médians d'EBITDA 2016, 2017 et 2018 de l'échantillon aux mêmes agrégats estimés de SoLocal, pour déterminer une fourchette de valeurs d'entreprise.

Les résultats se présentent ainsi, le détail est présenté en Annexe 2 :

	Multiple d'EBITDA		
	2016e	2017e	2018e
Echantillon de comparables			
Médiane	9,2 x	9,0 x	8,4 x
SoLocal			
Bloomberg estimates	5,4 x	5,5 x	5,5 x

Nous constatons que le multiple médian de l'échantillon est significativement supérieur à celui de SoLocal.

L'approche par les comparables boursiers aboutit à une valeur d'entreprise comprise entre **1.949 M€** et **2.097 M€** (en fonction des multiples de l'échantillon de comparables).

Comme précisé ci-avant, les résultats de cette méthode ne sont présentés qu'à titre purement indicatif compte tenu des réserves exposées ci-avant et relatives à la difficulté à déterminer un échantillon de sociétés cotées dont les caractéristiques fondamentales seraient susceptibles de pouvoir être considérées comparables à celles de SoLocal à date du présent rapport.

5.4.2.2. À titre indicatif : méthode des transactions des comparables boursiers

La méthode des multiples de transactions consiste à appliquer aux agrégats financiers de la société, objet de l'évaluation, les multiples des mêmes agrégats constatés lors de transactions intervenues sur des sociétés comparables.

Cette méthode requiert donc de déterminer un échantillon de transactions portant sur des sociétés dont le profil peut être estimé comparable. Pour les mêmes raisons que celles exposées au § 5.4.2.1, relatives à la difficulté d'identifier des sociétés comparables, nous estimons que les résultats de cette méthode sont à apprécier avec beaucoup de prudence. Nous les présentons donc à titre indicatif.

Pour déterminer un échantillon de transactions portant sur des sociétés agissant sur des secteurs « comparables » à ceux sur lequel intervient SoLocal, nous avons utilisé une base de données des transactions du marché européen, mise à disposition par la société Epsilon Research.

Nous avons pu ainsi accéder à un échantillon de transactions, réalisées entre 2010 et 2016, sur le marché des entreprises de e-commerce. Les transactions que nous avons retenues sont les suivantes :

Date d'annonce	Acquéreur	Cible	Pays	% Acquis	Valeur d'entreprise	EV/EBITDA	EV/Sales	EV/EBIT
08/04/2016	Maintel Holdings	Warden Holdco	UK	100%	56 224	9,9x	0,5x	nc
05/01/2015	Ctrip.com International	Travelfusion	England	100%	123 502	26,3x	11,9x	26,7x
21/07/2014	Ymagis	dcinex	Belgique	100%	97 539	3,1x	1,1x	10,0x
10/07/2014	Next Co	Trovit Search SL	Japan	100%	78 535	12,9x	4,5x	13,4x
13/02/2014	Vivendi	Telindus France	France	100%	95 000	8,6x	nc	10,3x
07/01/2013	Mediaproduccion SL	Servicios Audiovisuales Overon SL	Espagne	51%	89 095	5,6x	1,4x	9,4x
26/06/2012	Mediapost Holding	Adverline	France	100%	58 356	10,1x	2,3x	12,2x
01/06/2012	Moneysupermarket.com Group	MoneySavingExpert	UK	100%	113 835	7,2x	5,8x	7,2x
19/09/2011	Google	DailyDeal	Allemagne	100%	79 043	nc	nc	nc
05/10/2010	Locatel Europe	Codiam	France	100%	12 000	nc	1,0x	nc
22/09/2010	Anovo	Euroterminal Telecom	Espagne	65%	1 988	nc	0,2x	nc
Médiane						9,3x	1,4x	10,3x

Source : Epsilon

Nous constatons que le multiple médian VE/EBITDA est proche de celui constaté dans la précédente méthode analogique (multiple des comparables boursiers). Comme précisé ci-avant, les résultats de

cette méthode ne sont présentés qu'à titre purement indicatif compte tenu des réserves exposées ci-avant et relatives à la difficulté à déterminer un échantillon de transactions susceptibles de pouvoir extérioriser un multiple réellement pertinent.

5.4.2.3. À titre principal : méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs

Cette méthode est retenue à titre principal dans la mesure où elle permet d'apprécier la valeur d'entreprise de SoLocal en fonction de ses perspectives d'activité et de la trésorerie susceptible d'être générée dans le futur.

a) Présentation de la méthode

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la somme de ses flux futurs de trésorerie disponibles, actualisés au coût moyen pondéré des capitaux engagés, minorée de l'endettement financier net (ou majorée de la trésorerie nette à la date de l'évaluation) à laquelle s'ajoute une valeur terminale. Le calcul de la valeur terminale a été déterminé par actualisation d'un flux futur dit « normatif » à un horizon infini.

b) Mise en œuvre de la méthode

À partir des éléments du plan d'affaires déterminé sur la période 2016-2020 (cf. § 5.1.4), nous avons calculé les flux de trésorerie disponibles de la manière suivante :

+	EBITDA (équivalent à l'excédent brut d'exploitation)
-	Impôt
+/-	Variation du BFR
-	Investissements
=	Flux de trésorerie disponible ou Free Cash-Flows

Nous avons actualisé les flux ainsi dégagés chaque année selon le coût moyen pondéré du capital déterminé selon le modèle MEDAF. Le coût moyen pondéré du capital (CMPC ou son acronyme anglais WACC), représente le taux de rentabilité annuel moyen attendu par les actionnaires et les créanciers, en retour de leur investissement. En l'espèce, le WACC a été déterminé à partir des éléments suivants :

- Taux sans risque : 0,56 % (moyenne 1 mois au 23 novembre 2016 OAT TEC 10 - Source TEC 10 France Trésor) ;
- Prime de risque marché: nous avons retenu une prime de risque de 7,6% (moyenne arithmétique « Prime moyenne journalière Bloomberg novembre 2016 » et « 3 dernières primes de risque publiées IDMidCaps) ;
- Beta désendetté: 0,98 (Béta ajusté Bloomberg 2 ans des sociétés comparables de notre échantillon) ;
- Structure financière post restructuration : 36,4% (ration dettes / valeurs des fonds propres)
- Un coût de la dette post restructuration retenue pour 8%¹⁰
- Prime de risque spécifique : une prime complémentaire a été ajoutée pour tenir compte de l'exigence de rendement additionnel compte tenu des risques inhérents à la mutation stratégique en cours.

¹⁰ Source : Communiqué SoLocal du 28 septembre 2016

Dans ces conditions, le taux d'actualisation retenu s'élève à 9,6 %.

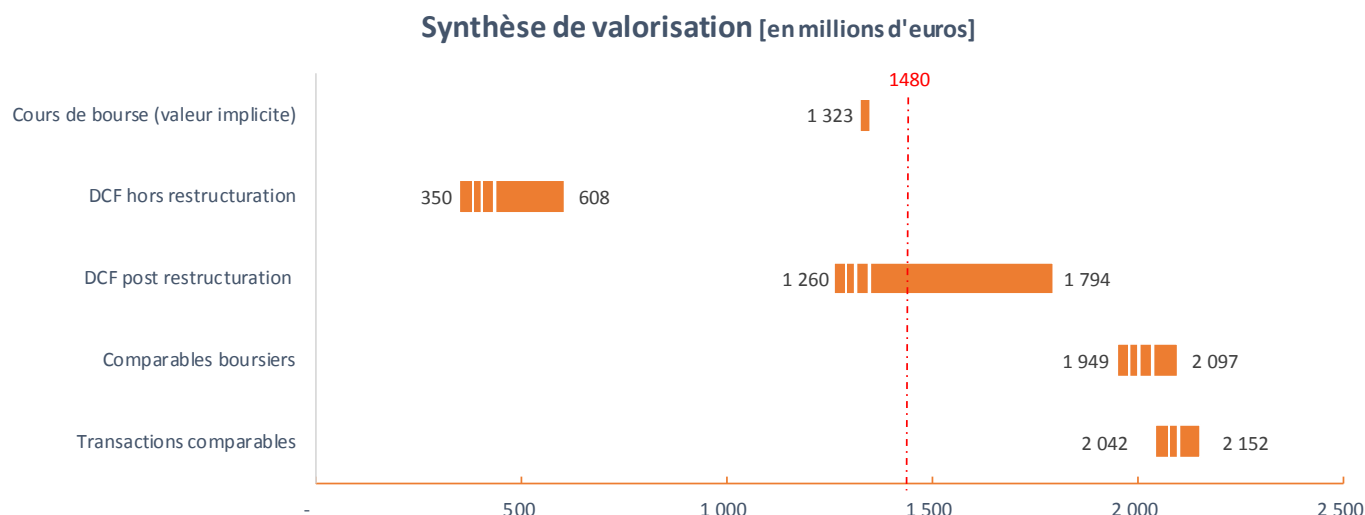
Enfin, la valeur terminale a été calculée selon le modèle de Gordon-Shapiro à partir d'un cash-flow disponible normatif, fondé notamment sur l'équilibre entre investissement normatif et dépréciation annuelle des actifs, et en retenant un taux de croissance à l'infini de 1,0 %.

Déterminée selon le plan d'affaires présenté au § 5.1.4 et les hypothèses décrites supra, la valeur d'entreprise SoLocal s'établit en valeur centrale de 1.480 M€, soit 6,5x l'EBITDA 2016. A hauteur de 72 %, elle est constituée de la valeur terminale. La sensibilité de cette dernière valeur au taux de croissance perpétuelle et au taux d'actualisation s'établit ainsi :

Taux d'actualisation	Taux de croissance à l'infini				
	0,5%	0,8%	1,0%	1,3%	1,5%
8,6%	1 579	1 628	1 680	1 735	1 794
9,1%	1 486	1 528	1 574	1 622	1 674
9,6%	1 402	1 440	1 480	1 523	1 568
10,1%	1 328	1 361	1 397	1 435	1 475
10,6%	1 260	1 291	1 323	1 357	1 392

La valeur centrale déterminée par l'expert Finexsi selon la même méthode s'élevait à 1.550 M€. La valeur qui résulte de nos travaux - soit 1.480 M€, est inférieure de 4%. Ce constat résulte principalement de la révision du plan d'affaires réalisée en novembre 2016 (cf. § 5.1.4).

5.5. Synthèse des éléments de valorisation



La valeur centrale déterminée selon la méthode intrinsèque des flux de trésorerie prévisionnels futurs, soit 1.480 M€, nous paraît la valeur la plus pertinente à retenir dans la suite de nos calculs.

Compte tenu de la dette financière au 30 septembre 2016 déterminée pour les besoins de l'évaluation, soit 432 M€ post restructuration, la valeur des fonds propres s'élève à 1.048 M€.

6. Analyse des conséquences du plan révisé de Restructuration

Le Plan initial de restructuration financière reposait sur des conditions et des modalités qui ont été appréciées par un expert indépendant dans son rapport du 5 octobre 2016. Cet expert indépendant a conclu que les modalités de cette opération étaient équitables du point de vue financier pour les actionnaires de SoLocal.

Avec le rejet de ce plan initial, un plan révisé a été approuvé à l'unanimité par le Conseil d'Administration, l'Association RegroupementPPLocal et un Groupe des créanciers. Ce plan révisé a été élaboré avec le souci de présenter des aménagements au plan initial dans l'intérêt du Groupe et des actionnaires de SoLocal.

Le plan dans sa structure initiale n'a pas été modifié. Ainsi, il vise toujours à ramener la dette de SoLocal à 400 M€ et les prix de souscription demeurent inchangés :

- un prix de souscription de 1 euro pour les actionnaires dans le cadre de l'augmentation qui leur sera réservée ;
- l'émission de MCB à option de conversion et remboursables en actions au prix de 2 € ;
- un prix de souscription des actions attachés de BSA qui s'inscrit dans une fourchette allant de 2,14 € à 4,73 € en fonction de la participation des actionnaires à l'augmentation de capital.

Les modifications apportées au plan sont décrites au § 3 et résumées ci-après :

- L'octroi aux actionnaires existants de 3 actions gratuites pour 2 actions détenues (à comparer à l'octroi d'une action gratuite par action détenue dans le projet initial) ;
- La réduction substantielle du nombre de bons de souscription d'actions souscrits par les créanciers : 45 millions de BSA créanciers en l'absence de toute levée de nouveaux capitaux, pas de BSA créanciers au-delà de 250 M€ de nouveaux capitaux levés (à comparer à 45 à 155 millions de BSA créanciers dans le projet initial) ;
- Une dette résiduelle de 400 M€ : la société aura la possibilité, à tout moment, de rembourser les obligations émises à 100 % de leur valeur nominale (à comparer à 101% dans le projet initial) ;
- La poursuite de la recherche d'investisseurs susceptibles de participer au renforcement des fonds propres du Groupe dans le cadre de l'augmentation de capital avec maintien du DPS des actionnaires ;
- Si le plan de restructuration financière est approuvé par les créanciers et les actionnaires, le Conseil d'administration cooptera sans délai un administrateur et nommera un censeur représentant les créanciers parties à l'accord avec la société. En fonction du niveau de levée de nouveaux capitaux, le Conseil d'administration proposera à une assemblée générale qui se réunira postérieurement à la restructuration financière, la nomination d'administrateurs représentant les créanciers parties à l'accord avec la société (qui entendent se déclarer de concert) en proportion de leur part dans le capital de la société post restructuration financière.

6.1. Incidence de l'opération sur la structure financière

Le plan révisé de restructuration doit s'apprécier au regard de ses conséquences sur la structure financière du Groupe.

Le projet de restructuration financière de SoLocal s'articule autour de 3 volets majeurs :

- une réduction des deux tiers de la dette, de 1.164 M€ à 400 M€ ;
- une attribution gratuite d'actions aux actionnaires ;
- un renforcement des fonds propres par le biais :
 - d'une augmentation de capital ouverte aux actionnaires garantie par les créanciers ;
 - d'une émission éventuelle d'actions nouvelles assorties de BSA réservée aux créanciers ;
 - et d'une émission éventuelle de MCB réservée aux créanciers.

Les effets des différentes étapes de ce plan de restructuration sur la dette brute et sur les fonds propres de SoLocal sont détaillés dans les paragraphes ci-après.

6.1.1. Évolution de la dette brute

Le protocole d'accord porte sur le refinancement de la dette bancaire et obligataire, dont le montant nominal à fin juin 2016 s'élève à 1.164 M€. Le tableau ci-dessous présente l'impact des étapes de la restructuration, qui conduisent à ramener la dette brute résiduelle à un montant nominal de 400 M€ après l'opération.

Evolution de la dette brute

[en m€]	% de souscription du collectif d'actionnaires et de nouveaux investisseurs				
	0%	25%	50%	75%	100%
Dette initiale à restructurer	1 164,0	1 164,0	1 164,0	1 164,0	1 164,0
Augmentation de capital avec maintien du DPS (à 1 €)					
Augmentation de capital des actionnaires (1)	0,0	80,0	179,9	279,9	379,9
Augmentation garantie en capital des créanciers (2)	399,9	299,9	199,9	100,0	0,0
Augmentation de capital réservée aux créanciers					
Créances converties en capital (3)	164,1	250,8	317,4	384,1	384,1
<i>prix de souscription</i>	<i>2,14</i>	<i>3,19</i>	<i>3,98</i>	<i>4,73</i>	<i>4,73</i>
Attribution de MCB (à 2 €)					
Créances converties en capital (4)	200,0	133,4	66,7	0,0	0,0
Numéraire (1)	0,0	80,0	179,9	279,9	379,9
Conversion de créances (2) + (3) + (4)	764,0	684,0	584,1	484,1	384,1
Montant de la dette après restructuration (avant BSA)	400,0	400,0	400,0	400,0	400,0
Attribution de BSA					
Nombre de BSA	45,0	27,0	9,0	0,0	0,0
Trésorerie (BSA à 2€)	90,0	54,0	18,0	0,0	0,0
Dette après exercice des BSA	310,0	346,0	382,0	400,0	400,0

Le prix de souscription des MCB devra être libéré intégralement lors de la souscription par compensation avec des créances. Ces MCB sont des obligations subordonnées convertibles et peuvent être considérés comme des quasi-fonds propres, et par conséquent ne sont pas intégrés dans le calcul de la dette résiduelle.

Avant exercice des BSA, les différentes étapes de la restructuration conduisent à une réduction de la dette brute d'un montant nominal de 764 M€.

Selon le business plan (avec restructuration) qui nous a été communiqué, le ratio de levier de SoLocal passerait de 4,71x à une fourchette comprise entre 1,35x et 1,74x.

Concernant les termes de la dette résiduelle, la proposition de restructuration prévoit notamment un remboursement in fine au bout de 5 ans et un taux d'intérêt, variant selon les modalités figurant dans le tableau ci-dessous. Le taux d'intérêt sur la durée du plan « *Conquérir 2018* » évolue entre 8 % (en 2017) et 7% (en 2018).

Montant	400 M€	
Maturité	5 ans	
Intérêts (Marge + Taux EURIBOR 3 mois avec un minimum de 1%)	Ratio de levier financier net consolidé (L)	Marge
	L > 2,0x	9,00%
	1,5x < L ≤ 2,0x	7,00%
	1,0x < L ≤ 1,5x	6,00%
	0,5x < L ≤ 1,0x	5,00%
	L ≤ 0,5x	3,00%

Il est également prévu :

- des covenants financiers (ratio de levier < 3,5 et ratio d'intérêt > 3)
- une limitation du niveau annuel de capex à 10% du chiffre d'affaires si le ratio de levier est supérieur à 1,5x.

6.1.2. Incidence de l'opération sur les fonds propres

L'incidence des différentes étapes de l'opération sur les fonds propres de la société, se présente de la manière suivante :

Evolution des fonds propres [en m€]		% de souscription du collectif d'actionnaires et de nouveaux investisseurs				
		0%	25%	50%	75%	100%
Capitaux propres à fin septembre 2016		-1 293,6	-1 293,6	-1 293,6	-1 293,6	-1 293,6
Augmentation de capital avec maintien du DPS (à 1 €)						
Augmentation de capital des actionnaires	(1)	0,0	100,0	199,9	299,9	399,9
Augmentation garantie en capital des créanciers	(2)	399,9	299,9	199,9	100,0	0,0
Augmentation de capital réservée aux créanciers						
Créances converties en capital	(3)	164,1	250,8	317,4	384,1	384,1
<i>prix de souscription</i>		2,14	3,19	3,98	4,73	4,73
Attribution de MCB (à 2 €)						
Créances converties en capital	(4)	200,0	133,4	66,7	0,0	0,0
Numéraire	(1)	0,0	100,0	199,9	299,9	399,9
Conversion de créances	(2) + (3) + (4)	764,0	684,0	584,1	484,1	384,1
Montant de la dette après restructuration (avant BSA)		-529,6	-509,6	-509,6	-509,6	-509,6
Attribution de BSA						
Nombre de BSA		45,0	27,0	9,0	0,0	0,0
Trésorerie (BSA à 2€)		90,0	54,0	18,0	0,0	0,0
Dette après exercice des BSA		-439,6	-455,6	-491,6	-509,6	-509,6

Comme indiqué ci-avant, les MCB s'analysent comme des fonds propres. À fin septembre 2016, les fonds propres de la société s'établissent à -1.294 M€. Ils devraient être ramenés entre -510 M€ et -530 M€ après restructuration et avant exercice des BSA.

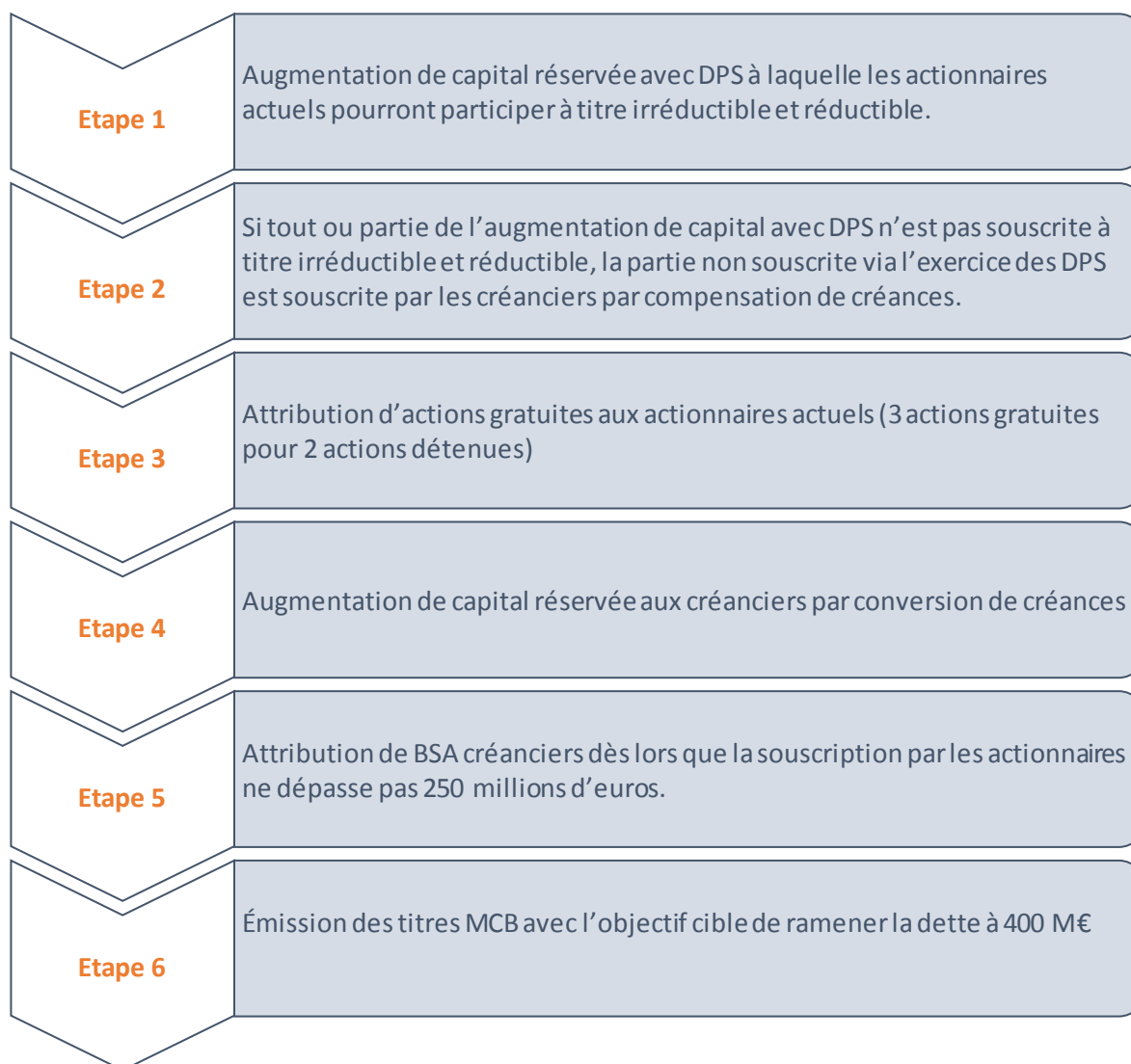
Il convient de souligner que les fonds propres de la société post-restructuration demeureront négatifs et nécessiteraient plusieurs années de résultat pour redevenir positifs.

6.2. Incidence de l'opération du point de vue de l'actionnaire

6.2.1. Appréciation de l'incidence pour l'actionnaire au regard de sa dilution

L'incidence de l'opération pour l'actionnaire doit s'analyser au regard de sa situation dans le capital et du caractère dilutif du plan de restructuration envisagée.

Nous avons apprécié la dilution potentielle des actionnaires à chacune des étapes du plan révisé de restructuration. Ces différentes étapes se déclinent de la manière suivante :



Le montant de l'augmentation de capital avec DPS portera sur 400.000.000 d'actions et pourra être augmenté jusqu'à 115% de la taille initiale en cas de sursouscription (clause d'extension). Le montant de 400.000.000 d'actions repose sur une hypothèse de dette à 1.164 millions d'euros et sera ajusté en fonction du montant de la dette à la date de restructuration.

Pour limiter les effets en matière de dilution, les actionnaires actuels de SoLocal se verront octroyer des actions gratuites dont le nombre a été augmenté dans le plan révisé. Celles-ci ont été portées à l'équivalent de 1,5 action (contre 1 action dans le plan initial) pour chaque action détenue.

Le tableau suivant simule les conséquences en matière de dilution avec une augmentation de capital avec maintien du DPS selon les 5 hypothèses suivantes :

- Avec deux scénarios « extrêmes » :
 - aucune souscription par les actionnaires actuels
 - une souscription à hauteur de 400 millions d'euros (soit 100%)
- Et trois scénarios « intermédiaires »
 - une souscription à hauteur de 100 millions d'euros (soit 25%)
 - une souscription à hauteur de 200 millions d'euros (soit 50%)
 - une souscription à hauteur de 300 millions d'euros (soit 75%)

Pour mesurer les effets des aménagements apportés par ce plan révisé, nous avons indiqué, à titre d'information, la dilution observée dans le plan initial qui a été rejeté. En fonction de ces différents scénarii, on obtient alors les taux de détention suivants pour les actionnaires actuels :

[en m€]	% de souscription actionnaires à l'augmentation de capital DPS				
	0%	25%	50%	75%	100%
Nombre d'actions initial	38,9	38,9	38,9	38,9	38,9
Augmentation de capital avec maintien du DPS					
Nombre d'actions détenues par les actionnaires	38,9	138,8	238,8	338,8	438,7
soit en % du total	8,9%	31,6%	54,4%	77,2%	100,0%
<i>(% dans le plan initial)</i>	8,9%	31,6%	54,4%	77,2%	100,0%
Attribution gratuites d'actions					
Attribution d'actions gratuites aux actionnaires	58,3	58,3	58,3	58,3	58,3
<i>(Plan initial)</i>	38,9	38,9	38,9	38,9	38,9
Nombre d'actions détenues par les actionnaires	97,2	197,2	297,1	397,1	497,1
soit en % du total	19,6%	39,7%	59,8%	79,9%	100,0%
<i>(% dans le plan initial)</i>	16,3%	37,2%	58,1%	79,1%	100,0%
Augmentation de capital réservée					
Nombre d'actions détenues par les actionnaires	97,2	197,2	297,1	397,1	497,1
soit en % du total	16,9%	34,3%	51,5%	68,7%	86,0%
<i>(% dans le plan initial)</i>	14,0%	32,0%	49,8%	20,1%	0,0%
Attribution des MCB					
Nombre d'actions détenues par les actionnaires	97,2	197,2	297,1	397,1	497,1
soit en % du total	14,4%	30,7%	48,7%	68,7%	86,0%
<i>(% dans le plan initial)</i>	11,9%	28,5%	47,0%	67,6%	85,5%
Prix de souscription moyen par les actionnaires (€)	-	0,63	0,77	0,84	0,87
Prix de souscription moyen par les créanciers (€)	1,32	1,54	1,87	2,67	4,73
Attribution des BSA					
Nombre d'actions détenues par les actionnaires	97,2	197,2	297,1	397,1	497,1
soit en % du total	13,5%	29,5%	48,0%	68,7%	86,0%
<i>(% dans le plan initial)</i>	11,1%	25,0%	39,0%	52,9%	67,0%

11

¹¹ Les effets sont quasiment linéaire jusqu'au seuil de 75% de souscription par les actionnaires à l'augmentation de capital.

Sur ces bases et à titre d'exemple, un actionnaire qui détiendrait 2 millions d'actions de SoLocal avant la restructuration (soit **5,14%**) se verrait diluer dans les proportions suivantes selon sa souscription ou non à l'augmentation de capital (et avant exercice des BSA Créanciers) :

- En l'absence de souscription, il détiendra 5,0 millions d'actions (2 millions d'actions préexistantes + 3 millions d'actions gratuites) ce qui lui confèrera une participation de **0,74%** post restructuration.
- En cas de souscription à hauteur de **25%**, il détiendra 10,1 millions d'actions (2 millions d'actions préexistantes + 3 millions d'actions gratuites + 5,1 millions d'actions souscrites) ce qui lui confèrera une participation de **1,58%** post restructuration.
- En cas de souscription à hauteur de **50%**, il détiendra 15,3 millions d'actions (2 millions d'actions préexistantes + 3 millions d'actions gratuites + 10,3 millions d'actions souscrites) ce qui lui confèrera une participation de **2,50%** post restructuration.
- En cas de souscription à hauteur de **75%**, il détiendra 20,4 millions d'actions (2 millions d'actions préexistantes + 3 millions d'actions gratuites + 15,4 millions d'actions souscrites) ce qui lui confèrera une participation de **3,53%** post restructuration.
- En cas de souscription à hauteur de **100%**, il détiendra 25,6 millions d'actions (2 millions d'actions préexistantes + 3 millions d'actions gratuites + 20,6 millions d'actions souscrites) ce qui lui confèrera une participation de **4,42%** post restructuration.

Il apparait ainsi que les actionnaires actuels seront dilués au bénéfice des créanciers dans des proportions qui varieront en fonction du niveau de leur souscription.

En l'absence de souscription, les actionnaires se verront fortement dilués. La dilution maximale conduit à une détention de 14,4% du capital pour les actionnaires actuels (avant exercice des BSA et 13,5% après exercice des BSA). Dès lors, le mécanisme induit par ce plan incite les actionnaires à souscrire pour réduire leur dilution.

Le fait d'avoir ainsi attribué gratuitement des actions aux actionnaires permet de limiter leur dilution sans contrepartie additionnelle. Cette attribution d'actions gratuites a ainsi pour conséquence d'atténuer la dilution maximale en la ramenant à 14,4% contre 11,9% dans le plan initial (soit une amélioration de 21%). Cette dilution maximale s'avère élevée, mais doit s'apprécier au regard de l'importance de la réduction de l'endettement avec l'objectif de le ramener de 1.164 M€ à un montant cible de 400 M€.

6.2.2. Appréciation de l'incidence pour l'actionnaire au regard de son retour sur investissement

Pour l'actionnaire, les conséquences du plan de restructuration doivent également s'apprécier en simulant les effets en termes de création de valeur sur le titre SoLocal. Pour cette analyse, il convient d'observer la situation de l'actionnaire en fonction :

- du prix qu'il a pu payer pour acquérir ses actions auquel s'ajoute le montant qu'il versera lors de la souscription à l'augmentation de capital ;
- et de la valeur des actions qu'il détiendra après la restructuration.

Le prix de revient versé par l'actionnaire pour acquérir ses actions sera fonction de sa propre situation avant la restructuration et des périodes durant lesquelles il a acquis ses titres.

La valeur par action post restructuration n'étant pas connue, il nous paraît approprié pour cette analyse de retenir la valeur qui ressort de notre approche d'évaluation multicritère, soit une valeur de capitaux

propres post restructuration de **1.048 M€** (avec **1.480 M€** de valeur d'entreprise et **432 M€** de dette financière nette sur la base de sa valeur nominale post restructuration).

Nous avons également ajusté cette valeur de la composante optionnelle attachée aux BSA Créanciers¹². Pour déterminer la valeur d'une action, il convient de retenir le nombre total d'actions composant le capital post restructuration. Celui-ci sera fonction du comportement de l'ensemble des actionnaires qui pourront souscrire à l'augmentation de capital (avec DPS). Ainsi, et à titre d'exemple, un actionnaire pourra souscrire à hauteur de 25% de ses droits et la valeur théorique de son action de SoLocal ne sera pas la même si la souscription par l'ensemble des actionnaires est inférieure, identique ou supérieure à 25%.

Par conséquent, cette analyse doit être menée en simulant :

- le comportement individuel de l'actionnaire ;
- le comportement collectif de l'ensemble des actionnaires.

La valeur théorique par action s'établit comme suit selon les hypothèses de souscription par les actionnaires (0%, 25%, 50%, 75% ou 100%) :

		Valeur de l'action
Pourcentage de souscription	0%	1,53
	25%	1,62
	50%	1,71
	75%	1,81
	100%	1,81

Il convient de souligner que ces simulations n'appréhendent aucune valeur pour les DPS. Dans l'hypothèse où un actionnaire souhaiterait céder les DPS qu'il n'aurait pas exercés, il est peu probable dans le contexte de cette opération qu'il puisse y avoir un marché et des cotations. À titre d'information, la valeur théorique d'un DPS s'élèverait à 1,95 €¹³.

6.2.2.1. Simulation à un prix de revient à 3,05 €

Pour cette analyse, nous retenons 3,05 € comme prix de revient par action, soit le cours moyen des 60 derniers jours de bourse avant l'annonce de la restructuration financière du 1^{er} aout 2016. Ainsi, le retour sur investissement se présente comme suit selon les hypothèses de souscription par les actionnaires (0 %, 25 %, 50 %, 75 % ou 100 %) :

		Comportement individuel				
		0%	25%	50%	75%	100%
Comportement collectif	0%	126%	138%	143%	145%	147%
	25%	132%	146%	151%	153%	155%
	50%	140%	154%	160%	162%	164%
	75%	149%	164%	169%	172%	174%
	100%	149%	164%	169%	172%	174%

¹² La valeur optionnelle des BSA a été déterminée à partir de la méthode de Black & Sholes (avec une hypothèse de volatilité de 35%) et conduit à réduire la valeur des capitaux propres pour anticiper la dilution de ces instruments. Cette valeur optionnelle oscille entre 0,3 et 0,5 € par action selon les hypothèses de souscriptions (0, 25 %, 50 %, 75 % ou 100 %)

¹³ La valeur du DPS a été calculée pour un prix de souscription de 1 €, d'un TERP (*Theoretical Ex-Rights Price* ou *le Prix théorique après détachement des droits*) de 1,19 € et à partir du cours au 23 novembre 2016, soit 3,14 €

Un actionnaire, qui détient 100 actions et qui souscrirait à l'augmentation de capital en exerçant la moitié de ses droits préférentiels de souscription (soit 50 %) alors que l'ensemble des souscriptions aura été de 25%, aura un retour sur investissement de 151 %. Ce ratio de 151 % est déterminé à partir d'une valeur théorique post restructuration **(a)** égale à 1.235 € et divisée par un prix de revient **(b)** s'élevant à 819 €.

- Avec **(a)** =
- Valeur théorique post restructuration égale à 1,62 € par action
 - Calculé à partir d'un nombre d'actions en prenant en compte les actions existantes (100 actions), la souscription individuelle avec DPS (soit 514 titres) et les attributions d'actions gratuites (soit 150 actions)
- Et **(b)** =
- Prix de revient : 100 actions x 3,05 € soit 305 €
 - Plus la souscription à l'augmentation de capital pour 514 titres de 1 €:
 $[100 \times (72/7)] \times 50\% \times 1 = 514 \text{ €}$

Il apparait que la valeur par action post restructuration confère un retour sur investissement quelles que soient les hypothèses de souscription. Cette situation trouve son fondement dans l'attribution des actions gratuites qui vient augmenter le nombre d'actions post restructuration sans contrepartie financière.

6.2.2.2. Simulation à un prix de revient à 10 €

A titre illustratif, nous retenons ici 10 € comme prix de revient par action. Ainsi, le retour sur investissement se présente comme suit selon les hypothèses de souscription par les actionnaires (0%, 25%, 50%, 75% ou 100%) :

		Comportement individuel				
		0%	25%	50%	75%	100%
Comportement collectif	0%	38%	62%	77%	88%	97%
	25%	40%	65%	82%	93%	102%
	50%	43%	69%	86%	99%	108%
	75%	45%	73%	91%	105%	114%
	100%	45%	73%	91%	105%	114%

Un actionnaire, qui détient 100 actions et qui souscrirait à l'augmentation de capital en exerçant la moitié de ses droits préférentiels de souscription (soit 50 %) alors que l'ensemble des souscriptions aura été de 25%, aura un retour sur investissement de 82 %. Ce ratio de 82 % est déterminé à partir d'une valeur théorique post restructuration **(a)** égale à 1.235 € et divisée par un prix de revient **(b)** s'élevant à 1.514 €.

- Avec **(a)** =
- Valeur théorique post restructuration égale à 1,62 € par action
 - Calculé à partir d'un nombre d'actions en prenant en compte les actions existantes (100 actions), la souscription individuelle avec DPS (soit 514 titres) et les attributions d'actions gratuites (soit 150 actions)
- Et **(b)** =
- Prix de revient : 100 actions x 3,05 € soit 305 €
 - Plus la souscription à l'augmentation de capital pour 514 titres de 1 €:
 $[100 \times (72/7)] \times 50\% \times 1 = 514 \text{ €}$

Il apparait que la valeur par action post restructuration confère un retour sur investissement sensiblement différent de l'hypothèse d'un prix de revient à 3,05 €. On observe que le retour sur investissement (> à 100 %) intervient à partir d'une souscription individuelle de 75 %.

6.3. Incidence de l'opération du point de vue de la situation des créanciers

6.3.1. Incidence au regard du pourcentage de détention par les créanciers dans le capital post restructuration

Les effets de la restructuration du point de vue de créanciers doivent également s'analyser par la participation qu'ils auront dans le capital de SoLocal. Comme indiqué ci-dessus, la participation des créanciers sera fonction du comportement des actionnaires actuels.

Le tableau ci-après simule les pourcentages de détention en fonction d'un total de souscriptions par les actionnaires variant de 0, 100, 200, 300 ou 400 M€ :¹⁴

[en m€]	Souscription des actionnaires à l'augmentation de capital DPS				
	0%	25%	50%	75%	100%
	0	100	200	300	400
Après la garantie de souscription de capital (avec DPS)					
Nombre d'actions détenues par les créanciers	400	300	200	100	0
soit % du total	80,4%	60,3%	40,2%	20,1%	0,0%
Après l'augmentation de capital réservée					
Nombre d'actions détenues par les créanciers	477	378	280	181	81
soit % du total	83,1%	65,7%	48,5%	31,3%	14,0%
Après émission des MCB					
Nombre d'actions détenues par les créanciers	577	445	313	181	81
soit % du total	85,6%	69,3%	51,3%	31,3%	14,0%
Groupe Ad Hoc :	31,7%	25,6%	19,0%	11,6%	5,2%
Autres :	53,9%	43,7%	32,3%	19,7%	8,8%
Attribution des BSA					
Nombre d'actions détenues par les créanciers	622	472	322	181	81
soit % du total	86,5%	70,5%	52,0%	31,3%	14,0%
Groupe Ad Hoc :	32,0%	26,1%	19,2%	11,6%	5,2%
Autres :	54,5%	44,4%	32,8%	19,7%	8,8%

Pour cette analyse, les MCB étant des instruments dilutifs, leur conversion en titre de capital est également appréhendée.

La détention des créanciers décroît en fonction de l'importance des souscriptions par les actionnaires. Les trois créanciers (fonds gérés par ou conseillés par Paulson & Co, Inc, Monarch Alternative Capital (Europe) Ltd et Amber Capital Uk Holdings Ltd) [désignés « Groupe Ad hoc »] qui ont signé l'accord avec la société et détiennent 37% de la dette ont été regroupés sur une ligne distincte. Ils ont déclaré qu'ils agiront de concert et solliciteront auprès de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) une dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique sur les actions de la société, dans l'hypothèse où ils viendraient à franchir ensemble le seuil de 30% du capital ou des droits de vote de la société. L'obtention de cette dérogation est une condition suspensive du plan révisé.

On observera que ce seuil de 30% sera franchi dès lors que la souscription par les actionnaires à l'augmentation de capital sera inférieure à 9 %.

¹⁴ L'octroi des actions gratuites et leur dilution pour les créanciers ont été appréhendés avant la garantie de souscription en capital afin de traduire l'évolution du pourcentage de détention par les créanciers à chacune des étapes.

6.3.2. Incidence au regard de la contre-valeur issue de la conversion des dettes

Le point de vue des créanciers peut également s'analyser en comparant la valeur de la dette qu'ils détiennent avant la restructuration et la valeur théorique des actions qu'ils recevront en échange.

Ainsi, le créancier renonce à une fraction de sa créance et reçoit en échange des titres qui seront sujets à des variations de valeur et qui lui donneront la possibilité de récupérer son investissement initial.

L'impact de la restructuration pour les créanciers peut se mesurer en fonction de leur détention dans le capital post restructuration. En contrepartie d'une dette nominale de 1.164 M€, les créanciers recevront par exemple en cas de souscription à 100% par les actionnaires : 400 M€ de nouvelle dette, 380 M€ de cash et des actions de la société.

La souscription par les créanciers se fera par compensation de créance au nominal ce qui sur un plan juridique apparaît fondé puisque le remboursement est contractuellement prévu au nominal. Par conséquent, il nous paraît approprié d'analyser les effets de la restructuration en prenant comme référence la valeur de la dette au nominal en la comparant avec la valeur par action de SoLocal post restructuration.

La valeur des actions de SoLocal reçues en échange peut être estimée par référence à celle ressortant de notre approche d'évaluation multicritère. Ainsi, et si l'on reprend l'exemple ci-dessus, on obtient pour 1.164 M€ de dette :

- un versement en numéraire pour 380 M€ ;
- une dette de 400 M€ avec remboursement in fine à 5 ans et un taux d'intérêt qui ressortirait entre 7 % à 8 % sur la période 2017 à 2019 (en fonction d'un ratio de levier sur la base du business plan de la société).
- des titres de capital représentant 14% du capital, et donc un équivalent en action estimé à 147 M€ (1,81 x 578,2 millions d'actions)

Cela conduit à un total de 927 M€ soit une décote de 20% par rapport à la valeur nominale de la dette. Le tableau ci-après présente ces décotes ou prime en fonction de la souscription par les actionnaires dans le cadre de l'augmentation de capital avec maintien du DPS (avant exercice des BSA) :

Comportement collectif des actionnaires	Nbre d'actions (M)	Valeur théorique par action (€)	Déten-tion (créancier)	[a]	[b]	[c]	[a] + [b] + [c]	Prime / Décote par rapport Dette 1.164 M€	Exposition au risque Action
				Valeur de la part Action (M)	Valeur de la Part Dette (M)	Cash - Produit de l'AK (M)	Valeur d'équivalence (M)		
0%	674	1,53	85,6%	884	400	-	1 284	10%	69%
25%	642	1,62	69,3%	719	400	80	1 199	3%	60%
50%	610	1,71	51,3%	536	400	180	1 116	-4%	48%
75%	578	1,81	31,3%	328	400	280	1 008	-13%	33%
100%	578	1,81	14,0%	147	400	380	927	-20%	16%

A partir de cette étude, on observe ainsi que si les actionnaires ne souscrivent pas à l'augmentation de capital, alors les créanciers détiendront 86 % du capital ce qui traduit une prime de 10 % par rapport au nominal de la dette. Ce scénario extrême implique toutefois qu'il n'y ait pas pour le créancier de remboursement en numéraire et donc essentiellement une conversion en titre de capital de sa dette.

A titre d'information, il est présenté dans le tableau suivant une simulation prenant en compte des hypothèses de décote allant de 0 à 40% sur la valeur nominale de la dette. Cette simulation repose sur des valeurs de dette avant restructuration (décotée) et des valeurs par action de SoLocal après restructuration.

Comportement collectif des actionnaires	Décote par rapport à la valeur nominale				
	0%	10%	20%	30%	40%
0%	10%	23%	38%	58%	84%
25%	3%	14%	29%	47%	72%
50%	-4%	6%	20%	37%	60%
75%	-13%	-4%	8%	24%	44%
100%	-20%	-12%	0%	14%	33%

6.3.3. Incidence des BSA Créanciers

Le plan de restructuration prévoit d'attribuer des BSA aux créanciers avec une maturité de 5 ans et un prix d'exercice de 2 €. L'exercice de ces BSA permettrait de renforcer les fonds propres par la souscription en numéraire.

Le nombre de BSA créanciers susceptible d'être attribué aux créanciers (en fonction de la conversion de leur dette en titre de capital) a été aménagé dans le plan révisé. Cet aménagement a pour conséquence de réduire la possibilité pour les créanciers de souscrire à de nouvelles actions de SoLocal et donc restreint la faculté qui leur est offerte de bénéficier d'une plus-value potentielle au cas où le cours de l'action SoLocal dépasserait 2 €.

Le plan initial prévoyait un nombre de BSA qui pouvait aller jusqu'à 155 millions dans le cas extrême où les actionnaires actuels souscrivaient à la totalité de l'augmentation de capital avec DPS. L'exercice de la totalité de ces BSA conduisait à accroître la dilution potentielle des actionnaires et permettait aux créanciers de détenir 33% du capital (contre 14,5% avant exercice des BSA) dans le cas d'une souscription de 100% par les actionnaires.

Le plan révisé prévoit dorénavant un nombre de BSA qui sera compris dans une fourchette allant de 0 à 45 millions de BSA en fonction des fonds levés. Il est ainsi prévu de plafonner le nombre de BSA à 45 millions dans l'hypothèse où il n'y aurait aucune levée de nouveau fonds et de n'attribuer aucun BSA créanciers au-delà de 250 M€ de nouveaux capitaux levés. Les créanciers auront une détention de 14 % dans le capital de la société en cas de souscription à 100 % par les actionnaires et ne disposeront donc pas de BSA pour accroître cette détention.

6.3.4. Incidence en matière de gouvernance

Le plan révisé apporte des aménagements en termes de gouvernance décrits au §3.3 du présent rapport et rappelés ci-après :

- Si le plan est approuvé par les créanciers et les actionnaires, le Conseil d'administration cooptera sans délai un administrateur et nommera un censeur (sous réserve que l'assemblée

générale qui doit statuer sur le plan révisé modifie les statuts de la société pour permettre la nomination de censeurs) représentant les trois créanciers parties à l'accord avec la société.

- Puis dans les trois mois de la réalisation de la restructuration financière, l'Assemblée générale ordinaire se réunira notamment pour statuer sur les modifications éventuelles à apporter à la composition du Conseil d'administration à la suite de la restructuration financière ; à cette occasion, le Conseil d'administration proposerait la nomination d'administrateurs de telle manière que la représentation au sein du Conseil d'administration des trois créanciers parties à l'accord avec la société, soit proportionnelle à leur participation au capital post restructuration financière avec un minimum de 2 membres.

Par conséquent, le plan révisé prévoit que les trois créanciers soient représentés au sein du Conseil d'administration de manière proportionnelle à leur participation au capital de SoLocal.

6.4. Autres éléments d'appréciation

L'équité de l'opération du point de vue financier pour l'actionnaire doit également s'apprécier au regard des conditions des prix de souscriptions proposés dans les différentes émissions de titres de capital.

L'Annexe 1 du rapport du Conseil d'administration de SoLocal à l'assemblée générale du 15 octobre 2016 décrit les éléments d'appréciation des prix des émissions de titres envisagées dans le cadre du projet de restructuration financière. Il est ainsi rappelé dans ce rapport que les prix qui ont été définis pour ces émissions de titres résultent des discussions menées avec le groupe de créanciers avec lequel un accord de principe avait été trouvé le 1er août 2016, qui ont abouti au projet initial, puis, à la suite du rejet de ce projet initial lors de l'assemblée générale mixte du 19 octobre 2016, des discussions menées avec l'association RegroupementPPLocal et un groupe de trois créanciers, représentant environ 37 % de l'encours de la dette financière, qui ont abouti au projet révisé annoncé le 3 novembre 2016.

6.4.1. Le prix de souscription lors de l'augmentation de capital avec maintien du DPS

Le prix de souscription lors de l'augmentation de capital avec maintien du DPS s'élèvera à 1 €. Comme indiqué ci-avant les créanciers viendront en garantie de cette augmentation de capital en cas de non souscription par les actionnaires pour ce même prix de 1 € par compensation de créances au nominal.

Ce prix de souscription fait ressortir une décote par rapport au *TERP* (prix théorique après détachement des droits). Cette décote s'inscrit dans une fourchette de 24 % à 36 % en fonction des souscriptions par les actionnaires:

[en m€]	% de souscription à l'augmentation de capital				
	0%	25%	50%	75%	100%
Capitalisation avant restructuration ⁽¹⁾	122	122	122	122	122
Augmentation de capital avec DPS	400	400	400	400	400
Augmentation de capital réservée	164	251	317	384	384
Emission des MCB	200	133	67	-	-
Capitalisation après restructuration	886,1	906,1	906,1	906,1	906,1
Nombre d'actions final (avant BSA)	673,8	642,3	610,3	578,2	578,2
TERP (€ par action)	1,31	1,41	1,48	1,57	1,57
Décote par rapport à 1€	-24%	-29%	-33%	-36%	-36%

⁽¹⁾ Calculé selon le cours de bourse au 23 novembre 2016 s'élevant à 3,14 €.

6.4.2. Le prix de souscription lors de l'émission des MCB

Les MCB (*Mandatory Convertibles Bonds*) sont des obligations subordonnées à option de conversion et remboursables en actions (ou au numéraire au gré de la société) avec des caractéristiques décrites au §3.2 du présent rapport. Ils seront souscrits par les créanciers par compensation de créances et auront une valeur nominale de 2 €. Ce prix de souscription de 2 € est supérieur à celui de l'augmentation de capital avec maintien du DPS et à la valeur par action post restructuration qui ressort de nos travaux d'évaluation (et s'élevant entre 1,53 € et 1,81 €).

6.4.3. Le prix de souscription des actions nouvelles assorties de BSA

Les actions nouvelles assorties de BSA seront souscrites par les créanciers par compensation de créance. Le prix de souscription varie en fonction des souscriptions par les actionnaires. Ces prix se présentent comme suit selon les hypothèses de souscriptions :

[en m€]	% de souscription par les actionnaires				
	0%	25%	50%	75%	100%
Nombre d'actions souscrites par les créanciers (ABSA)	77	79	80	81	81
Montant levé	164	251	317	384	384
Estimation de la valeur optionnelle du BSA	0,34	0,38	0,44	0,50	0,50
Prix de souscription de l'ABSA (€)	2,14	3,19	3,98	4,73	4,73
Prix de souscription ajusté de la valeur du BSA (€)	1,94	3,06	3,93	4,73	4,73

Les prix de souscription des actions nouvelles assorties de BSA observés ci-dessus sont supérieurs à celui de l'augmentation de capital avec maintien du DPS et à la valeur par action post restructuration qui ressort de nos travaux d'évaluation (et s'élevant entre 1,53 € et 1,81 €).

7. Conclusion

Le plan révisé de restructuration financière répond au souci de faire face à une situation particulièrement délicate à laquelle est confrontée la société SoLocal avec une dette de 1.164 M€ rendue exigible. Son adoption apparaît déterminante à l'heure où la continuité de l'entreprise est fragilisée. Les créanciers ont indiqué qu'ils ne soutiendront pas le projet de restructuration s'il n'était pas accepté par les actionnaires.

Ce plan élaboré sous l'égide d'un mandataire ad hoc a reçu l'accord des parties en présence. Ce plan de restructuration a pour objectif d'aboutir à une solution équilibrée pour chacune des parties prenantes avec d'une part, des actionnaires qui seront dilués de manière plus ou moins importante en fonction de leur décision de souscription à l'augmentation de capital et, d'autre part, des créanciers qui vont devoir renoncer à une partie significative de leur dette.

Le dispositif envisagé vise à ramener le niveau de l'endettement à 400 M€, soit un niveau jugé soutenable pour permettre à SoLocal de poursuivre son activité et déployer son plan stratégique « *Conquérir 2018* ».

Les modalités de cette restructuration sont particulièrement complexes. Aussi, l'appréciation des conséquences du plan est complexe à modéliser. En effet, elles sont liées à plusieurs facteurs et notamment :

- aux comportements individuels de chacun des actionnaires, mais également au comportement collectif de l'ensemble des actionnaires ;
- au cours de bourse de la société SoLocal post restructuration qui s'avère particulièrement incertain au regard de la situation actuelle et des incertitudes quant à la réussite de la restructuration financière.

Une analyse des conséquences de la restructuration en se plaçant dans les conditions actuelles avant cette restructuration n'apparaît pas appropriée. En effet, la poursuite de l'activité de SoLocal, en l'absence de restructuration financière, serait compromise. Un tel scénario conduirait à devoir retrancher à la valeur d'entreprise de SoLocal sa dette actuelle ce qui n'est pas soutenable et aurait pour conséquence de retenir une valeur nulle de l'action SoLocal.

Les travaux que nous avons mis en œuvre pour apprécier la valeur de SoLocal nous conduisent à privilégier une valeur d'entreprise issue des « *Discounted Cash Flow* » avec une dette financière nette après restructuration :

- une valeur d'entreprise (valeur centrale) qui s'élève 1.480 M€ ;
- une dette financière nette de 432 M€ ;
- soit une valeur de fonds propres de 1.048 M€ et une valeur par action se situant dans une fourchette de 1,53 € à 1,81 € (en fonction du nombre d'actions après augmentations de capital)

Ces valeurs supposent que la restructuration financière sera approuvée.

Le plan initial de restructuration financière reposait sur des modalités qui ont été appréciées par un expert indépendant qui a conclu que ces modalités étaient équitables pour les actionnaires de SoLocal. Les conditions proposées aux actionnaires dans le plan révisé sont plus favorables que celles du

précédent plan qui a été rejeté, lors de l'Assemblée Générale du 19 octobre 2016, avec notamment l'octroi d'actions gratuites supplémentaires et une réduction de nombre de BSA susceptible d'être attribué aux créanciers.

Les actionnaires sont incités à souscrire à l'augmentation de capital à un prix de 1 € qui présente une décote si l'on se réfère à la valeur par action après restructuration ressortant de notre analyse (1,53 € à 1,81 €). Cette souscription leur permettra de limiter leur dilution de manière significative. La dilution sera atténuée par l'octroi des actions gratuites.

Les créanciers quant à eux pourront souscrire à 1 € au titre de la garantie à l'augmentation de capital avec maintien du DPS. Les autres émissions (actions nouvelles assorties de BSA et MCB) prévoient des prix de souscriptions pour les créanciers se situant dans une fourchette de 1,94 € et 4,73 € et qui s'avèrent supérieurs à la valeur par action ressortant de notre analyse (1,53 € à 1,81 €) et au prix de souscription offert aux actionnaires.

À l'issue des différentes étapes de la restructuration, la situation des créanciers peut être appréciée en mettant en perspective la valeur nominale des créances qu'ils détiennent sur la société et la valeur des actifs (actions, dettes résiduelles et le cas échéant cash) qu'ils détiendront une fois le plan approuvé. La souscription par les créanciers se fera par compensation de créance au nominal ce qui sur un plan juridique apparaît fondé puisque le remboursement est contractuellement prévu au nominal. Par conséquent, il nous paraît approprié d'analyser les effets de la restructuration en prenant comme référence la valeur de la dette au nominal en la comparant avec la valeur par action de SoLocal post restructuration. Les créanciers se verront ainsi consentir des conditions qui pourront conduire à une prime ou décote (allant de -20% à +10%) si l'on compare avec la « contrevaletur » reçue en contrepartie d'une fraction de leur dette nominale. A titre informatif, cette « contrevaletur » conduirait à des décotes ou primes allant de -20% à +84% si l'on simule une décote de 0 à 40% de la valeur nominale de la dette.

Ils recevront des actions SoLocal et, le cas échéant, des BSA qui leur permettront de retrouver un potentiel de valeur qui demeure difficilement quantifiable et qui sera fonction de l'évolution du cours de bourse de SoLocal après la restructuration.

Cette situation visant à accorder ces conditions aux créanciers trouve son fondement dans le fait que les créanciers peuvent se prévaloir d'un rang de priorité vis-à-vis des détenteurs du capital et qu'il n'existe pas à ce jour d'alternative crédible pour sortir la société de l'impasse financière dans laquelle elle se trouve.

En synthèse et compte tenu des observations qui précèdent, les conditions retenues pour les différentes émissions nous paraissent équitables d'un point de vue financier pour les actionnaires dès lors qu'elles sont de nature à assurer la continuité de l'entreprise.

Didier Kling
Le 30 novembre 2016

Annexes

Annexe 1 : Présentation du Cabinet Didier Kling & Associés et détails de son intervention

Présentation du Cabinet Didier Kling & Associés

Le cabinet Didier Kling & Associés, créé en 1979, est une société d'expertise comptable membre de la Compagnie régionale des commissaires aux comptes de Paris. Le cabinet Didier Kling & Associés est membre du réseau Crowe Horwath Partenaires, organisation française, membre du réseau Crowe Horwath International. L'activité du cabinet se répartit entre : audit légal, opérations d'apports-fusions, arbitrage, évaluation financière, expertise indépendante et expertise judiciaire.

Les associés et principaux collaborateurs du cabinet ont une expérience significative dans les missions d'opinion concernant des sociétés cotées. Le cabinet dispose des moyens techniques nécessaires à ses missions et est constamment abonné à plusieurs bases de données financières.

Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par la cabinet Kling & Associés au cours des derniers mois

Plusieurs missions d'expertise indépendante au sens du Titre VI Livre II du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers ont été réalisées par le Cabinet Didier Kling & Associés au cours des 48 derniers mois. Celles-ci sont résumées ci-dessous :

Date	Cible	Initiatrice	Type d'offre
juin-16	FONCIERE DE PARIS SIIC	GECINA	Expertise indépendante (OPM)
déc-13	ASSYTEM	HDL Development	Offre publique d'achat
mars-13	RUE DU COMMERCE	ALTACOM	Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire
mars-13	MRM		Augmentation de capital réservée

Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers :

Le cabinet Didier KLING & Associés est membre de l'association professionnelle des experts indépendants (APEI), reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son Règlement général.

Rémunération de l'expert

Le montant des honoraires perçus par Didier Kling & Associés au titre de la présente mission s'élève à 85.000 € euros, hors taxes et hors frais.

Listes de personnes rencontrées ou contactées

Société SoLocal Group :

- Monsieur Robert de METZ, Président
- Monsieur Jean-Pierre REMY, Directeur Général
- Madame Virginie CAYATTE, Directeur Financier Groupe
- Monsieur Joël JUNG, Directeur Corporate Finance
- Monsieur Guillaume LHOSTE, Directeur Performance

Conseil financier de la société (ROTHSCHILD & CIE) :

- Monsieur Arnaud JOUBERT, Associé
- Monsieur Simon BEHAGHEL, Assistant Director
- Monsieur Jean-Baptiste LEROUX, Associate

Conseil Juridique de la société (WHITE & CASE LLP) :

- Monsieur Severin ROBILLARD, Avocat
- Monsieur Hugues MATHEZ, Avocat
- Madame Noémie BAROUX, Avocat

Conseil du comité ad hoc des créanciers (HOULIHAN LOKEY)

- Monsieur Laurent BENSIMON, Managing Director

Mandataire ad hoc

- Maître Hélène BOURBOULOUX

Informations utilisées

Les informations significatives utilisées dans le cadre de notre mission ont été de plusieurs natures :

Informations communiquées par la société SoLocal :

- ✓ Comptes annuels et consolidés au 31 décembre 2015 certifiés par les commissaires aux comptes ;
- ✓ Comptes semestriels au 30 juin 2016 ayant fait l'objet d'un examen limité par les commissaires aux comptes ;
- ✓ Comptes trimestriels au 30 septembre 2016 ;
- ✓ documentation juridique « corporate » de SoLocal ;
- ✓ Plan d'affaires 2016-2020 sans restructuration financière ;
- ✓ Plan d'affaires révisé 2016-2020 sans restructuration financière ;
- ✓ Plan d'affaires 2016-2018 après restructuration « *Conquérir 2018* » ;
- ✓ Plan d'affaires révisé 2016-2019 après restructuration « *Conquérir 2018* » ;
- ✓ Rapport sur la revue stratégique du Groupe SoLocal ;
- ✓ Travaux d'analyse du conseil financier sur les effets de la restructuration financière envisagée ;
- ✓ Rapport sur l'examen des prévisions du Groupe (Independent Business Review) ;
- ✓ Rapport Finexsi du 5 octobre 2016 ;
- ✓ Projet de note d'opération et avis de réunion de SoLocal comprenant le projet des résolutions.

Informations du marché :

Communication financière de SoLocal sur les exercices 2011 à 2016 ;

Cours de bourse, comparables boursiers, consensus de marché, transaction : Bloomberg et Epsilon Research;

Données de marchés (Taux sans risque, prime de risque, bêta...): Bloomberg, Epsilon Research, IDMidCaps, Agence France Trésor.

Personnes associées à la réalisation de la mission

L'associé signataire, Didier Kling a été assisté de Christophe BONTE, associé, et de deux collaborateurs expérimentés dans ce type de mission.

La revue indépendante a été effectuée par Dominique MAHIAS, Associée et Directeur Général Délégué du Cabinet Didier Kling & Associés.

Annexe 2 : Présentation des comparables boursiers

en millions d'euros	Pays	Capitalisation boursière ⁽¹⁾	Valeur d'entreprise	EBITDA/CA	Multiple d'EBITDA			Beta désendetté ⁽²⁾
					2016e	2017e	2018e	
Auto Trader Group Plc.	Royaume-Uni	3 771	4 258	64%	17,4 x	15,8 x	14,3 x	n/a
Axel Springer Se	Allemagne	4 705	5 704	18%	9,8 x	9,1 x	8,4 x	0,85
Expedia Inc.	Etats-Unis	18 766	20 139	25%	13,2 x	10,7 x	8,9 x	1,14
Italiaonline SpA	Italie	259	153	17%	2,3 x	2,1 x	1,9 x	0,40
Monster Worldwide Inc.	Etats-Unis	303	332	7%	7,7 x	7,6 x	7,3 x	1,74
Tamedia	Suisse	1 717	1 824	21%	9,2 x	9,0 x	8,6 x	0,52
Triboo SpA	Italie	74	65	37%	5,2 x	4,2 x	3,7 x	0,64
Trinity Mirror Plc.	Royaume-Uni	234	359	23%	1,9 x	1,9 x	1,9 x	0,57
TripAdvisor Inc.	Etats-Unis	8 525	8 068	26%	23,1 x	21,6 x	18,1 x	1,17
Yellow Pages Ltd.	Canada	578	865	28%	5,3 x	5,4 x	5,7 x	1,10
Yelp Inc.	Etats-Unis	2 805	2 463	21%	24,2 x	16,6 x	11,9 x	1,16
Médiane		1 717	1 824	23%	9,2 x	9,0 x	8,4 x	0,98
Solocal	France	124	1 201	26%	5,4 x	5,5 x	5,5 x	n/a

⁽¹⁾ Capitalisation boursière moyenne sur 30 jours en date du 23 novembre 2016

⁽²⁾ Beta ajusté désendetté 2 ans

Source : Bloomberg

⇒ **Auto Trader Group Plc.**

Auto Trader Group PLC fonctionne comme un marché automobile numérique. La plate-forme de la société permet à ses utilisateurs d'acheter et de vendre une gamme de véhicules, tels que des voitures, des camions et des fourgonnettes.

⇒ **Axel Springer Se**

Axel Springer SE est un éditeur. La société publie des journaux quotidiens et hebdomadaires, des livres et des magazines pour les jeunes adultes, les familles, les hommes et les femmes. Springer produit des programmes de télévision et de radio, détient des intérêts dans les stations de télévision et de radio, et offre des services de médias électroniques en ligne. La société offre également des services d'impression commerciale.

⇒ **Expedia**

Expedia, Inc. fournit des services de voyage en ligne pour les voyageurs de loisirs et de petite entreprise. La société offre une vaste gamme de services de réservation et de magasinage de voyages, offrant un accès en temps réel aux honoraires, aux prix et aux informations de disponibilité pour les compagnies aériennes, les hôtels et les sociétés de location de voitures.

⇒ **Italiaonline SpA**

Italiaonline propose des solutions de marketing web et de publicité numérique, y compris la planification des médias et les services de génération de prospects via les médias sociaux et les moteurs de recherche. La société est également un opérateur sur le marché italien des annuaires d'entreprises imprimés, numériques et mobiles.

⇒ **Monster Worldwide Inc.**

Monster Worldwide, Inc. est une société mondiale de solutions d'emploi en ligne. La société offre des solutions personnalisées et des technologies de pointe à travers une variété de secteurs public et privé. Monster a une présence aux Etats-Unis, en Europe et en Asie et utilise le Web, les applications mobiles et les médias sociaux pour mettre en relation les employeurs avec les demandeurs d'emploi à tous les niveaux.

⇒ **Tamedia**

Tamedia AG est une société de presse suisse basée à Zurich. Avec des journaux quotidiens et hebdomadaires, des magazines, des plateformes en ligne et des imprimeries de journaux.

⇒ **Triboo SpA**

Triboo SpA est une maison de vente de publicité numérique. La société offre des services de publicité numérique entre les produits et la technologie pour les annonceurs en ligne nationaux et internationaux et les agences de médias.

⇒ **Trinity Mirror Plc.**

Trinity Mirror Plc. publie principalement des journaux nationaux et régionaux au Royaume-Uni. Les autres activités médiatiques de la société comprennent des sites Web, des magazines et des expositions.

⇒ **TripAdvisor Inc.**

TripAdvisor Inc. est une entreprise de recherche de voyages en ligne. La plate-forme de recherche sur les voyages de la société regroupe les commentaires et les opinions des membres sur les destinations, les hébergements (y compris les hôtels, les chambres d'hôtes, les hébergements spéciaux et les locations de vacances), les restaurants et les activités à travers le monde.

⇒ **Yellow Pages Ltd.**

Yellow Pages Limited par le biais de ses filiales publie des annuaires et offres des prestations de services. La société gère des annuaires imprimés, numériques et mobiles, et offre des services de gestion des stocks, de solutions Web, d'optimisation des dépenses des médias et de services de génération de prospects.

⇒ **Yelp Inc.**

Yelp Inc. exploite un site Web de réseautage social, d'examen des utilisateurs et de recherche locale. La société fournit le site comme un guide pour les capacités de recherche en ligne pour ses visiteurs de trouver des commentaires et des détails sur les entreprises locales. Yelp fournit des listes d'entreprises à travers les États-Unis et le Canada.